福昕软件（688095） 计算机 发布时间：2020-09-11

证券研究报告 / 公司深度报告

发展进入加速曲线，云化转型前景可期

买入

首次覆盖

报告摘要：

全球 PDF 领域一线厂商，发展进入加速曲线。公司产品涵盖 PDF 文档整个生命周期的各类产品和服务，实控人熊雨前先生技术背景深厚，带领团队在巨头垄断的全球 PDF 市场中取得突破。公司核心产品以永久授权、直销为主，突破众多头部客户并形成良好标杆效应，凭借庞大的免费用户基础构建业务护城河，永久授权付费率提升显著但尚有较大提升空间（2019 年仅为 2.60%），订阅收入翻倍式增长。公司业绩加速发展，2020H1，公司实现营收 2.26 亿元(+46.55%)，归母净利润 0.62 亿元(+278.26%)，发展进入加速曲线且规模效应显现。

PDF 潜在市场空间广阔，后进入者仍具有发展空间。PDF 领域呈现一超多强的竞争格局，Adobe 预计 2022 年 PDF 文档相关业务潜在市场规模有望达到 130 亿美元，后进入者仍具有较大的发展空间。

主打差异化竞争策略，市场份额稳步提升。相比于 Adobe，福昕软件授权方式灵活，兼顾永久授权模式和订阅模式；产品在部分云化技术及安全性实现领先，体积小巧易用；福昕的产品价格优惠更具性价比；此外，福昕的技术支持服务领先竞争对手。

世界 PDF 软件行业内的“中国名片”，持有 OFD 厂商福昕鲲鹏 37.68%股权值得关注。公司作为世界 PDF 软件行业内的“中国名片”，积极拓展国内正版化市场，竞争优势明显。在创新可信领域，公司持有 OFD 厂商福昕鲲鹏 37.68%股权，后者业绩弹性可期。

参考 Adobe 转型之路，公司云化转型前景可期。参考 Adobe 转型之路，转云初期财务数据短期承压，后续均有显著改善，而转型前后估值中枢显著提升，估值逻辑由 PE 向 PS 切换。福昕软件尚处于转型初期，但已经初步具备“云”技术基础，且募投项目重点投向产品研发升级与云化，我们预计公司云化转型前景可期。

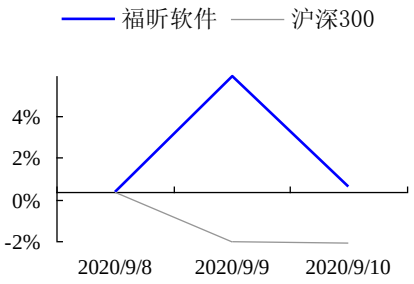
盈利预测：预计 2020-2022 年，公司收入为 5.36/7.55/10.29 亿元，归母净利润为 1.49/2.36/3.40 亿元，EPS 为 3.10/4.91/7.06 元。给予公司 2021 年 85x 目标 P/E，对应 200.6 亿目标市值，目标价 416.70 元，对应 2021 年 26.6x 目标 P/S，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：疫情影响用户采购；市场竞争加剧；云化进度不及预期。

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	281	369	536	755	1,029
(+/-)%	27.30%	31.35%	45.33%	40.80%	36.27%
归属母公司净利润	38	74	149	236	340
(+/-)%	49.89%	92.62%	101.29%	58.31%	43.95%
每股收益（元）	0.80	1.54	3.10	4.91	7.06
市盈率	0.00	0.00	100.01	63.17	43.89
市净率	0.00	0.00	31.30	20.93	14.17
净资产收益率(%)	14.28%	22.63%	31.29%	33.13%	32.29%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本（百万股）	36	36	48	48	48

股票数据	2020/9/10
6 个月目标价（元）	416.70
收盘价（元）	310.00
12 个月股价区间(元)	285.00 ~ 370.00
总市值（百万元）	14,923
总股本（百万股）	48
A 股（百万股）	48
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量（百万股）	4

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	0%	0%	0%
相对收益	3%	-13%	-15%

相关报告

《计算机行业动态点评：鲲鹏+海光！国产服务器首次大规模招标》

-20200508

《华为鲲鹏产业链驱动中国基础软硬件进入市场化新阶段》

-20200316

《计算机（0771）行业动态点评：信息安全景气上行，业绩验证行业需求旺盛》

20200310

证券分析师：赵伟博
执业证书编号： S0550520080001
15652991086 zhaowb@nesc.cn
研究助理：邵珠印
执业证书编号： S0550119110012
18811346899 shaozy@nesc.cn

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术{www.nblax520.com}专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

目 录

1. 核心观点：发展进入加速曲线，云化转型前景可期.....5
2. 全球 PDF 领域一线厂商，发展进入加速曲线.....6
2.1. 专注版式文档领域近 20 年，全球 PDF 领域一线厂商.....6
2.2. 公司股权集中，实控人技术背景深厚.....7
2.3. 业绩加速发展，规模效应初显.....8
3. 核心产品加速增长，产品突破头部客户形成标杆效应.....11
3.1. PDF 编辑器与阅读器收入占比近 8 成，呈现加速增长.....11
3.1.1. 永久授权为主，免费用户基础庞大，付费率提升显著.....11
3.1.2. 行业需求推动 PDF 行业向云端发展，订阅收入翻倍增长.....14
3.1.3. 开发平台与工具、企业文档自动化解决方案业务规模尚小，收入存在波动.....15
3.2. 深耕海外市场，海外子公司多负责区域产品销售及研发.....17
3.3. 产品突破头部客户，形成标杆效应.....19
4. 差异化竞争提升市场份额，云化转型前景可期.....21
4.1.1. PDF 潜在市场空间广阔，后进入者仍具有发展空间.....21
4.2. 主打差异化竞争策略，市场份额稳步提升.....23
4.3. 世界 PDF 软件行业内的“中国名片”，持有 OFD 厂商福昕鲲鹏 37.68%股权值得关注.....26
4.3.1. 世界 PDF 软件行业内的“中国名片”，拓展国内正版化市场.....26
4.3.2. 持有 OFD 厂商福昕鲲鹏 37.68%股权值得关注.....28
4.4. 参考 Adobe 转型之路，公司云化转型前景可期.....30
5. 盈利预测与估值.....32
6. 风险提示.....33

图表目录

图 1: 福昕软件发展历程 7
图 2: 福昕软件主营产品及服务 7
图 3: 公司股权结构（截至 2020 年 9 月 8 日） 8
图 4: 福昕软件营业收入及同比 9
图 5: 福昕软件营业收入结构 9
图 6: 福昕软件毛利及毛利率 9
图 7: 福昕软件该业务毛利率 9
图 8: 福昕软件四大费用率 10
图 9: 福昕软件归母净利润及同比 10
图 10: 福昕软件扣非净利润及同比 10
图 11: 福昕软件杜邦分析 11
图 12: 福昕软件经营活动现金流量净额 11
图 13: 福昕软件 2019 年员工结构 11
图 14: 福昕软件人均薪酬、人均创收、人均创利 11
图 15: PDF 编辑器与阅读器业务营收及同比 12
图 16: PDF 编辑器与阅读器业务毛利及毛利率 12
图 17: PDF 编辑器与阅读器业务收入结构 12
图 18: PDF 编辑器与阅读器业务客户结构 12
图 19: PDF 编辑器与阅读器业务收入结构 13
图 20: PDF 编辑器与阅读器业务客户结构 13
图 21: PDF 编辑器与阅读器产品营收拆分 13
图 22: PDF 编辑器与阅读器产品营收结构 13
图 23: 免费 PDF 阅读器产品的安装量及永久授权销售数量 14
图 24: 开发平台与工具收入及同比 16
图 25: 开发平台与工具收入（除大客户） 16
图 26: 企业文档自动化解决方案收入 17
图 27: 2019 企业文档自动化解决方案收入结构 17
图 28: 公司分地区收入结构 17
图 29: 2019 年公司分地区收入结构 17
图 30: 公司主要子公司 18
图 31: 公司海内外人员构成（2019 年底） 19
图 32: 2019 年公司海外销售人员分布情况 19
图 33: 主要头部客户贡献收入（单位：万元） 21
图 34: 2019 年公司前五大客户（单位：万元） 21
图 35: 不同用户对 PDF 相关产品的需求 22
图 36: PDF 文档相关业务潜在市场规模 23
图 37: Adobe DC 业务收入 23
图 38: Adobe DC 业务收入结构 24
图 39: 2019 年各公司订阅业务占比对比 24
图 40: CVE 安全漏洞数对比 25
图 41: 福昕软件收入/Adobe DC 业务收入 26
图 42: 中国区收入结构（单位：万元） 27
图 43: 中国区客户结构（单位：万元） 27

图 44：中国区个人版会员定价标准 28
图 45：福昕鲲鹏股权结构图 29
图 46：福昕鲲鹏收入情况 29
图 47：政府采购版式软件价格 29
图 48：Adobe 营业总收入及同比 30
图 49：Adobe 营业利润及营业利润率 30
图 50：Adobe 净利润及同比 31
图 51：Adobe 经营性活动现金流及同比 31
图 52：Adobe PE（TTM）与 PS（TTM） 31

表 1：公司董事及高管团队介绍 8
表 2：永久授权模式下产品单价水平 14
表 3：PDF 编辑器产品订阅销售明细 15
表 4：公司主要产品简介 16
表 5：公司主要子公司及参股公司 18
表 6：公司在新兴市场的收入及同比（单位：万元） 19
表 8：可比公司 PDF 业务营收规模对比（单位：亿元） 23
表 9：公司云化重点技术 24
表 10：订阅模式下产品单价水平 25
表 11：募投项目情况 32
表 12：福昕软件盈利预测表 32
表 13：可比公司估值表 33

1. 核心观点：发展进入加速曲线，云化转型前景可期

全球 PDF 领域一线厂商，发展进入加速曲线。公司专注版式文档领域近 20 年，是全球 PDF 领域一线厂商，产品涵盖 PDF 文档整个生命周期的各类产品和服务，实控人熊雨前先生技术背景深厚，带领团队在巨头垄断的全球 PDF 市场中取得突破。公司业绩呈现加速发展趋势，2020H1，公司实现营业收入 2.26 亿元（+46.55%），实现归母净利润 0.62 亿元（+278.26%），收入增速提升且规模效应出现。

核心产品加速增长，产品突破头部客户形成标杆效应。PDF 编辑器与阅读器产品是公司的核心产品，收入占比近 8 成，以永久授权、直销为主，收入端呈现加速增长趋势，公司免费用户基础庞大构建业务护城河，永久授权付费率（永久授权的销售量/免费 PDF 阅读器产品安装量）提升显著，尚有较大的提升空间（2019 年为 2.60%）。行业需求推动 PDF 行业向云端发展，公司的订阅收入翻倍增长。公司核心产品突破亚马逊、谷歌、微软、戴尔等众多头部客户，形成良好标杆效应。

PDF 潜在市场空间广阔，后进入者仍具有发展空间。PDF 应用广泛但技术门槛较高，呈现一超多强的竞争格局，福昕软件市占率仅次于 Adobe。据 Adobe 公司测算，2022 年 PDF 文档相关业务潜在市场规模有望达到 130 亿美元，2019 财年，Adobe DC 业务的收入为 12.25 亿美元，占其预计的 2019 年潜在市场规模的比例仅为 27%，后进入者仍具有较大的发展空间。

主打差异化竞争策略，市场份额稳步提升。相比于 Adobe，福昕软件授权方式灵活，兼顾永久授权模式和订阅模式；产品在部分云化技术及安全性实现领先，体积小巧易用；福昕的产品价格优惠更具性价比；此外，福昕的技术支持服务领先竞争对手。凭借差异化竞争，公司逐步缩小与 Adobe 差距，市场份额稳步提升。

国内业务受益于正版化和创新可信市场，PDF 和 OFD 双线布局。公司作为世界 PDF 软件行业内的“中国名片”，成立中国区事业部积极拓展国内正版化市场，采用差异化定价，薄利多销快速拓展国内市场，相比国内竞争对手，公司在版式软件领域深耕多年并将其作为核心业务，并具有服务国内外头部客户经验，竞争优势明显。在创新可信领域，公司依托福昕鲲鹏（持有其 37.68%股权）布局 OFD 市场，我们预计党政领域创新可信的版式软件的市场空间约为 25 亿元，叠加后续关键行业需求，预计福昕鲲鹏将受益于党政及行业的创新可信市场的推进，业绩弹性可期。

参考 Adobe 转型之路，公司云化转型前景可期。云计算变革商业模式，提升客户生命周期总价值。参考 Adobe 转型之路，转云初期财务数据短期承压，后续均有显著改善，而转型前后估值中枢显著提升，估值逻辑由 PE 向 PS 切换。福昕软件尚处于转型初期，但已经初步具备“云”技术基础，且募投项目重点投向产品研发升级与云化，我们预计公司云化转型前景可期。

盈利预测：预计 2020-2022 年，公司收入为 5.36/7.55/10.29 亿元，归母净利润为 1.49/2.36/3.40 亿元，EPS 为 3.10/4.91/7.06 元。给予公司 2021 年 85x 目标 P/E，对应 200.6 亿目标市值，目标价 416.70 元，对应 2021 年 26.6x 目标 P/S，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：疫情影响用户采购；市场竞争加剧；云化进度不及预期。

2. 全球 PDF 领域一线厂商，发展进入加速曲线

2.1. 专注版式文档领域近 20 年，全球 PDF 领域一线厂商

全球 PDF 领域一线厂商，产品突破知名企业。福昕软件是一家国际化运营的 PDF 电子文档解决方案提供厂商，是国际 PDF 协会主要成员、中国版式文档 OFD 标准制定成员。公司自成立以来专注于 PDF 电子文档领域，主要产品线向跨平台、多终端方向发展，商业模式从传统软件授权模式向授权、服务订阅相结合的多元化模式发展。公司产品与服务覆盖用户超过 5.6 亿，企业客户数达 10 万以上，遍及世界 200 多个国家和地区，其中不乏微软、谷歌、亚马逊、联想、腾讯、百度等知名企业。

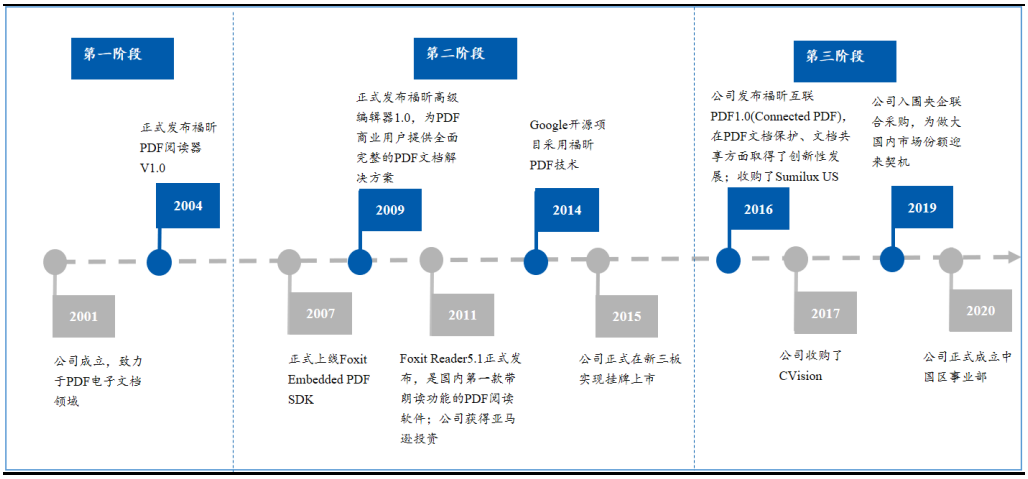
公司经历了 3 个发展阶段:

第一阶段：2001 年-2006 年，初露头角，探索 PDF 电子文档业务。2001 年，自硅谷学成回来的熊雨前先生创立了福州福昕软件开发公司，力图打破由巨头 Adobe 垄断的 PDF 文档解决方案市场；2004 年，福昕 PDF 阅读器 V1.0 和 PDF 编辑器 V1.0 正式发布，核心技术均具有完全自主知识产权，产品推出之后迅速在市场上收获好评；2005 年，福昕阅读器被美国著名 IT 杂志 PCWorld 评为“2005 年度全球 101 款最佳免费/共享软件”之一；2006 年，Foxit PDF Creator1.0 版本正式上市，福昕软件在 PDF 电子文档市场初露头角。

第二阶段：2007-2016 年，持续升级和完善产品。2007 年，福昕 PDF 嵌入平台开发工具发布；2008 年，福昕 PDF 阅读器 V3.0、福昕 PDF 编辑器 V3.0 相继发布；2011 年，福昕软件成功加入中央政府、中共中央直属机关采购名录，并获亚马逊投资；2012 年，福昕阅读器被微软指定为首选 PDF 阅读器；2015 年，福昕软件在“新三板”实现挂牌上市。

第三阶段：2016 年至今，积极探索云计算、人工智能等创新领域。公司积极探索云技术与 PDF 结合的可能性，2017 年，公司成功推出新一代智能 PDF 福昕互联 PDF，在文档共享方面取得了创新性成果。此外，公司也通过并购方式整合市场资源，收购了 CVision、SumiluxUS 及 LuraTech 等同行业企业。2020 年，福昕软件在科创板上市。

图 1：福昕软件发展历程



数据来源：东北证券，招股说明书

公司主营产品包括 PDF 编辑器与阅读器产品、开发平台与工具、企业文档自动化解决方案以及 PDF 相关工具及在线服务，提供涵盖 PDF 文档整个生命周期的各类产品和服务，产品适用于 Windows、Mac、Linux、Android、iOS、Windows UWP、Web 等平台，可以在桌面电脑、平板电脑、企业级服务器、智能手机和嵌入式设备等应用终端使用。

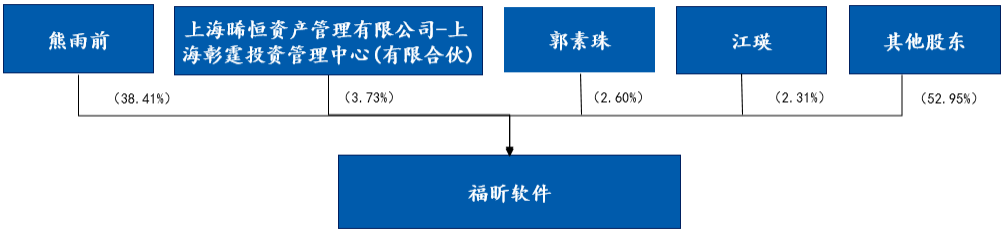
图 2：福昕软件主营产品及服务

数据来源：东北证券，招股说明书

2.2. 公司股权集中，实控人技术背景深厚

公司实控人熊雨前先生持股比例为 38.41%。截至 2020 年 9 月 8 日，公司第一大股东为熊雨前先生，持股比例为 38.41%，是公司的实际控制人，公司第二大股东上海晞恒资产管理有限公司-上海彰霆投资管理中心（有限合伙）持股比例为 3.73%。

图 3：公司股权结构（截至 2020 年 9 月 8 日）



数据来源：东北证券，招股说明书

实控人技术背景深厚，是公司核心技术人员。公司董事长兼总裁熊雨前先生毕业于中科大“少年班”计算机科学与技术专业，2001 年，熊雨前从海外回榕创业，成立福昕软件，主要做外包项目。2003 年，熊雨前先生决定带领研发团队研发 PDF 核心技术，已进入技术门槛比较高的行业，在公司财务几度捉襟见肘的环境下，熊雨前先生自主研发 PDF 核心技术，2004 年，公司成功研发出 Foxit Reader1.0 一举成名，成为当年最受欢迎的免费软件之一。熊雨前先生作为公司的核心技术人员，也是中国侨联特聘专家，个人多次获得福建省、市级科学进步奖。

表 1：公司董事及高管团队介绍

姓名	职务	简介
熊雨前	董事长、总裁	毕业于中国科学技术大学计算机科学与技术专业，2001 年创办福昕软件，是公司核心技术人员
George Zhendong Gao	董事、副总裁	2004 年 9 月至今，任公司全球销售副总裁；2008 年 9 月至今任福昕美国总裁
翟浦江	董事、副总裁	2005 年 5 月加入公司，现任公司运营副总裁；2011 年 11 月至今任福昕软件董事
向延育	董事	2005 年至 2014 年任福昕软件顾问；2014 年 8 月至今任公司董事
杨青	董事	2004 年入选中科院海外杰出人才百人计划，任自动化研究所模式识别国家重点实验室研究员、博士生导师至今，目前主要从事图形图像、人工智能和大数据研究；2015 年 1 月起任公司董事
卢兰琼	董事	2013 年 1 月至今，历任福建省创新创业投资管理有限公司投资业务四部投资助理、部门总经理助理、部门副总经理、部门总经理；2015 年 12 月起担任公司董事
肖虹	独立董事	厦门大学管理学（会计学）教授、应用经济学博士后
叶东毅	独立董事	福州大学数学与计算机科学学院教授、福建省信息产业专家委员会委员、福建省计算机学会副理事长、福建省人工智能学会常务理事、福建省软件行业协会理事
杨明	独立董事	历任内蒙古法易律师事务所合伙人、北京市盛法律师事务所合伙人
Steven Xun Li	副总裁	历任美国网讯公司研发副总裁、美国亚马逊公司网站运营部门研发副总裁、美国思科公司网络会议部门研发经理、Sumilux US 创始人和首席执行官，2016 年 9 月至今任福昕软件副总裁
李有铭	财务总监、董事会秘书	2010 年 10 月至今，任福昕软件财务总监；2013 年 9 月至今兼任福昕软件董事会秘书

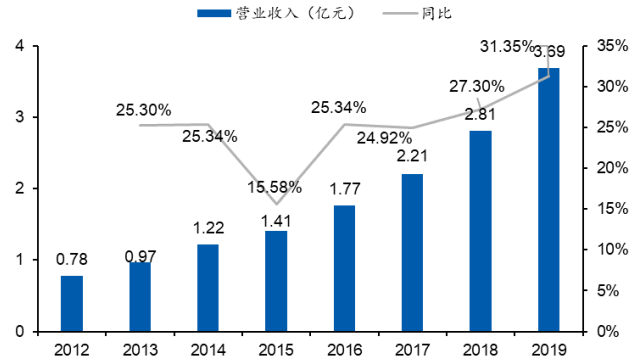
数据来源：东北证券，招股说明书

2.3. 业绩加速发展，规模效应初显

收入增速呈现提升趋势，PDF 编辑器与阅读器业务占比近 8 成。2019 年，公司实

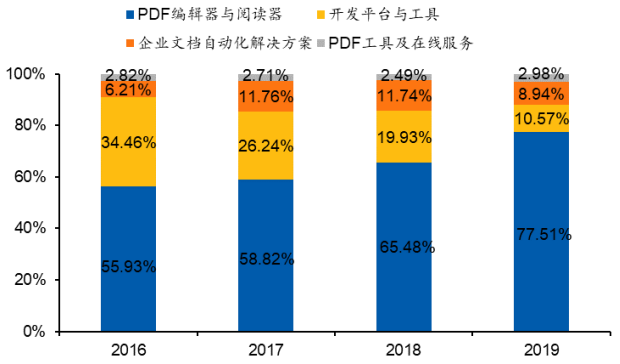
现营业收入 3.69 亿元，同比增长 31.35%；2020H1，公司实现营业收入 2.26 亿元，同比增长 46.55%，收入增速呈现提升态势。分业务来看，公司主营业务包括 PDF 编辑器与阅读器、开发平台与工具、企业文档自动化解决方案和 PDF 工具及在线服务，其中 PDF 编辑器与阅读器业务收入占比持续提升，2019 年，PDF 编辑器与阅读器业务实现收入 2.86 亿元，占总收入的比例提升至 77.51%，较 2018 年增长 12.03 个 pct；开发平台与工具实现收入 0.39 亿元，占总收入的比例为 10.57%，较 2018 年下降 9.36 个 pct，主要原因是 2018 年部分大客户采用特定版本的 SDK 产品需支付一次性永久授权费，但 2019 年只收取年度固定技术支持及维护费，以及由于 PDFium 等技术的开源，对技术需求较低的小型开发者客户数量减少；企业文档自动化解决方案业务实现收入 0.33 亿元，占总收入的比例为 8.94%，较 2018 年下降 2.8 个 pct；PDF 工具及在线服务收入规模较小，约占总营收的 3%。

图 4：福昕软件营业收入及同比



数据来源：东北证券，Wind

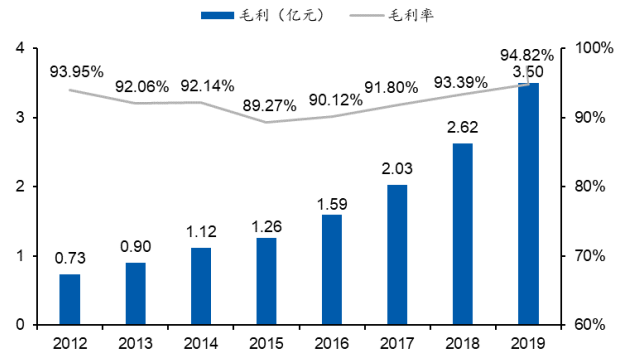
图 5：福昕软件营业收入结构



数据来源：东北证券，Wind

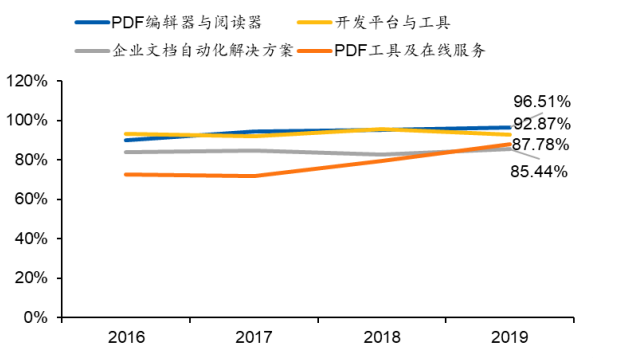
毛利率水平较高且稳步提升。2019 年公司实现毛利 3.5 亿元，毛利率为 94.82%，较 2018 年增长 1.43 个 pct。分业务来看，2019 年，公司 PDF 编辑器与阅读器、开发平台与工具、企业文档自动化解决方案和 PDF 工具及在线服务的毛利率分别为 96.51%、92.87%、85.44%和 87.78%，近年来公司毛利率稳步增长主要系公司产品标准化程度高、可复制性强、边际成本较低，营收增幅大于变动成本的增幅。此外，公司主营产品 PDF 编辑器与阅读器毛利相对较高，该产品占比大、营收增速快，也致使公司毛利率水平上升。

图 6：福昕软件毛利及毛利率



数据来源：东北证券，Wind

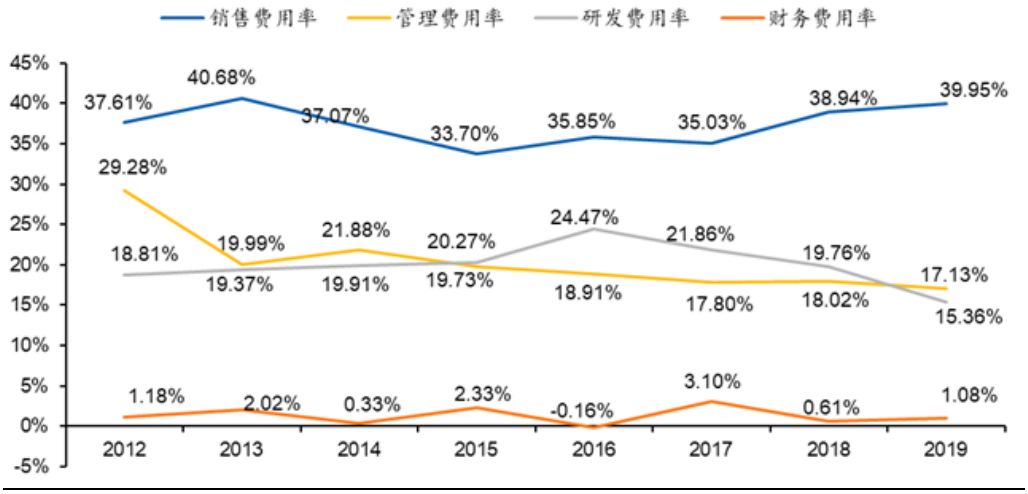
图 7：福昕软件该业务毛利率



数据来源：东北证券，Wind

销售费用率上升，管理费用率和研发费用率小幅下降。2019 年，公司销售费用为 1.47 亿元，同比增长 34.86%，销售费用率为 39.95%，较 2018 年上涨 1.01 个 pct，主要由于公司加大市场力度，销售人员数量及薪酬增加。2019 年，公司管理费用为 0.63 亿元，同比增长 23.53%，管理费用率为 17.13%，较 2018 年下跌 0.89 个 pct；2019 年，公司研发费用为 0.57 亿元，同比增长 1.79%，研发费用率为 15.36%，较 2018 年下跌 4.40 个 pct。

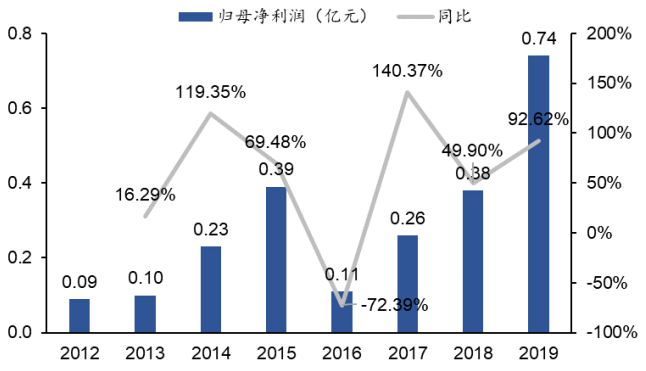
图 8：福昕软件四大费用率



数据来源：东北证券，Wind

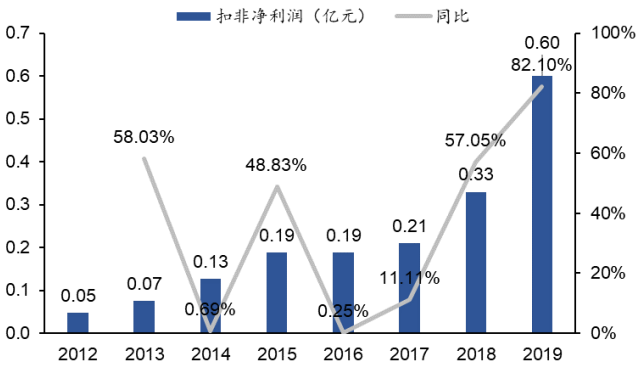
归母净利润和扣非净利润增速提升，规模效应开始显现。随着公司品牌知名度与产品的市场认可度的提升，2019 年，公司实现归母净利润 0.74 亿元，同比增长 92.62%；实现扣非净利润 0.60 亿元，同比增长 82.10%，增速显著提升。此外，2020Q1，公司实现归母净利润 0.31 亿元，同比增长 378.25%；实现扣非净利润 0.28 亿元，同比增长 615.57%。2020 上半年，预计实现归母净利润 0.5 亿元至 0.6 亿元，同比增长约 175%至 210%。PDF 作为典型的产品软件，具有较强的规模效应，随着公司营业收入的加速增长，成本端和各项费用增速低于收入增速，从而导致净利润实现了更快的增长，盈利能力逐年提升。

图 9：福昕软件归母净利润及同比



数据来源：东北证券，Wind

图 10：福昕软件扣非净利润及同比

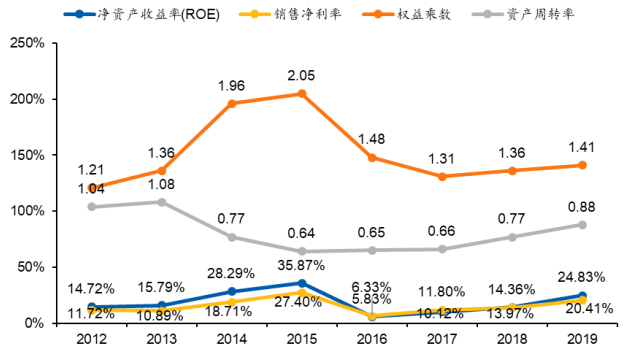


数据来源：东北证券，Wind

ROE 提升明显，现金流显著改善。2019 年，公司 ROE 为 24.83%，相比 2018 年大

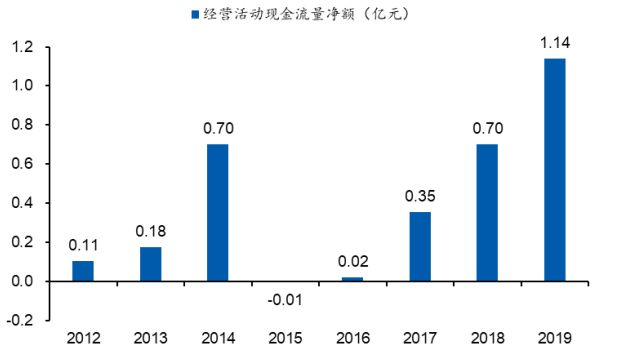
幅提升，主要是由于净利率的快速提升拉动，此外，资金周转率由 2018 年的 0.77 上涨至 2019 年的 0.88，权益乘数相对小幅上涨。2016 年以来，公司现金流状况明显改善，2019 年，公司经营活动现金流量净额达到 1.14 亿元，同比增长 62.40%。

图 11：福昕软件杜邦分析



数据来源：东北证券，Wind

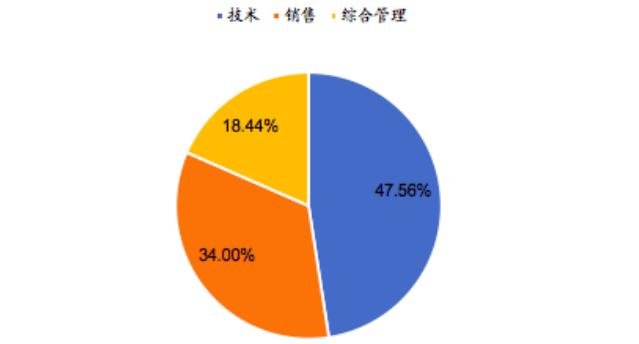
图 12：福昕软件经营活动现金流量净额



数据来源：东北证券，Wind

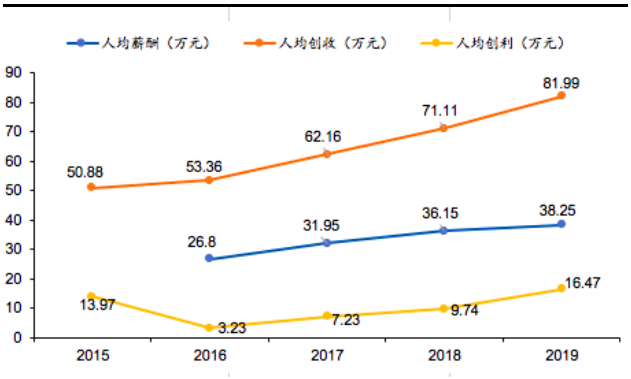
技术人员占比近半，人均创收及人均创利屡创新高。2019 年，公司员工总数达到 450 人，其中技术人员 214 人，占比 47.56%。2019 年，公司人均薪酬为 38.25 万元，较 2018 年增长 2.1 万元；人均创收为 81.99 万元，较 2018 年增长 10.88 万元；人均创利为 16.47 万元，较 2018 年增长 6.73 万元。

图 13：福昕软件 2019 年员工结构



数据来源：东北证券, Wind

图 14：福昕软件人均薪酬、人均创收、人均创利



数据来源：东北证券, Wind

3. 核心产品加速增长，产品突破头部客户形成标杆效应

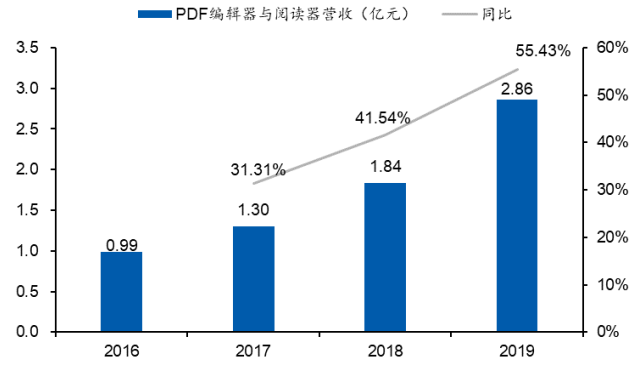
3.1. PDF 编辑器与阅读器收入占比近 8 成，呈现加速增长

3.1.1. 永久授权为主，免费用户基础庞大，付费率提升显著

PDF 编辑器与阅读器业务贡献公司主要收入，业绩增速加快。公司主营业务包括 PDF 编辑器与阅读器、开发平台与工具、企业文档自动化解决方案和 PDF 工具及在线服务，2019 年，各业务收入占比分别为 77.51%、10.57%、8.94%和 2.98%。PDF 编辑器与阅读器产品是公司的核心产品，其中 Foxit PhantomPDF 为 PDF 编辑器，Foxit Reader 是 PDF 阅读器，并具有移动版本。2019 年，PDF 编辑器与阅读器实现收入 2.86 亿元，同比增长 55.43%，毛利率为 96.51%，主要得益于市场需求的增长，

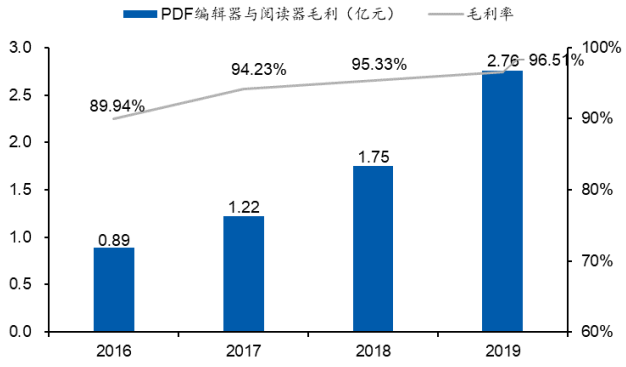
产品的逐渐完善和市场知名度的提升。

图 15：PDF 编辑器与阅读器业务营收及同比



数据来源：东北证券, Wind

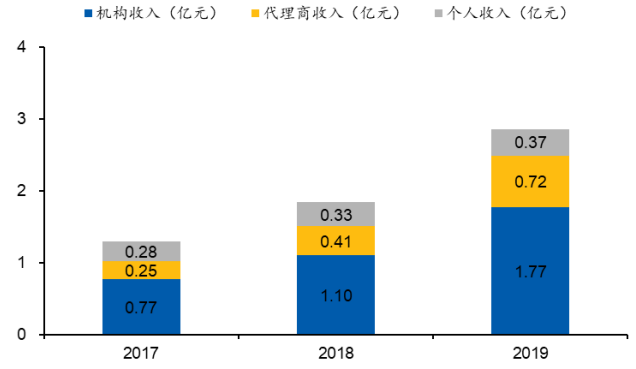
图 16：PDF 编辑器与阅读器业务毛利及毛利率



数据来源：东北证券, Wind

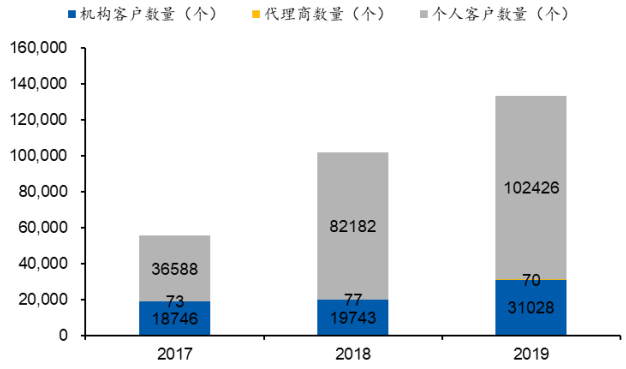
直销为主，代理商渠道收入比例提升。相比于 Adobe 主要通过代理商销售的模式，公司 PDF 编辑器与阅读器主要通过直接销售（分为机构客户和个人客户）与代理商销售两种模式进行，以直销为主，重点深耕企业用户。2019 年，公司 PDF 编辑器与阅读器产品的收入中，机构客户收入、代理商渠道收入、个人端收入分别为 1.77 亿元、0.72 亿元和 0.37 亿元，分别占比为 61.90%、25.17%、12.94%，其中，机构客户收入占比较为稳定，代理商渠道收入从 2019 年的 19.33%提升至 2019 年的 25.17%，个人端收入占比有所下降。以 2019 年为例，机构客户、代理商和个人端的平均单价（包括永久授权+订阅）分别为 5711 元、103 万元和 362 元。

图 17：PDF 编辑器与阅读器业务收入结构



数据来源：东北证券，招股说明书

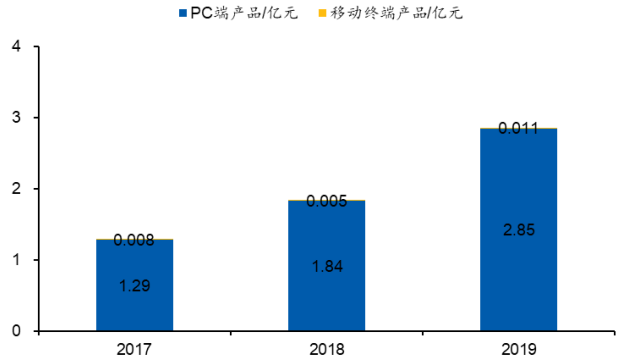
图 18：PDF 编辑器与阅读器业务客户结构



数据来源：东北证券，招股说明书

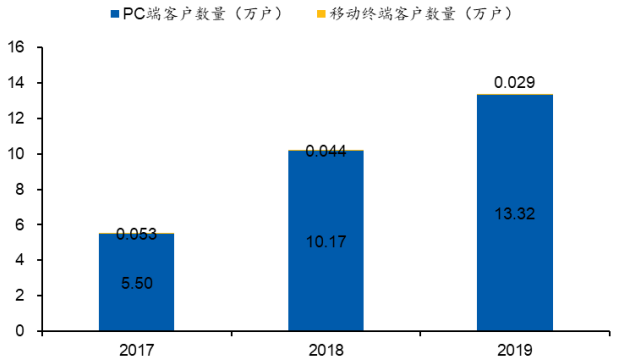
收入以 PC 端为主，免费阅读器产品的安装量近 2000 万。移动终端受到设备屏幕、使用习惯等方面的限制，通常用户在移动端的编辑需求较低，主要为阅读需求，而阅读器以免费产品为主，故公司的主要收入来源于 PC 端产品。2019 年，公司 PDF 编辑器与阅读器收入中，PC 端和移动终端贡献的收入分别为 2.85 亿元和 0.011 亿元，付费客户数量分别为 13.32 万户和 0.029 万户。

图 19：PDF 编辑器与阅读器业务收入结构



数据来源：东北证券，招股说明书

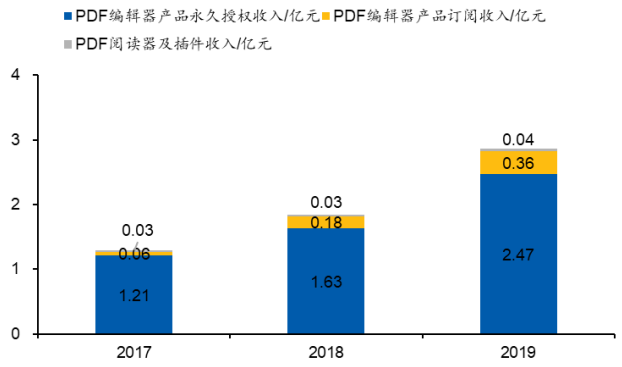
图 20：PDF 编辑器与阅读器业务客户结构



数据来源：东北证券，招股说明书

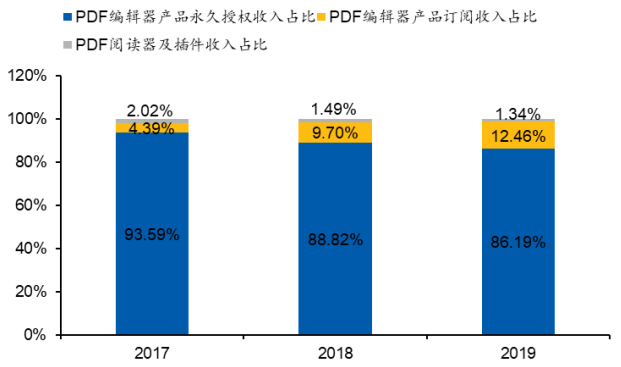
PDF 编辑器与阅读器产品的销售以永久授权模式为主。PDF 编辑器与阅读器产品的收入主要来自于 Foxit Phantom PDF 产品的销售收入，具体分为 PDF 编辑器产品和 PDF 阅读器及插件，其中 PDF 编辑器产品分为永久授权销售和订阅销售。2019 年，PDF 编辑器产品永久授权销售、PDF 编辑器产品订阅销售以及 PDF 阅读器及插件分别实现收入 2.47 亿元、0.36 亿元和 0.04 亿元，分别占比为 86.19%、12.46%和 1.34%，从收入增速来看，三者收入增速分别为 50.96%、100%和 57.71%，订阅业务目前基数较小，但呈现快速增长的态势。

图 21：PDF 编辑器与阅读器产品营收拆分



数据来源：东北证券, Wind

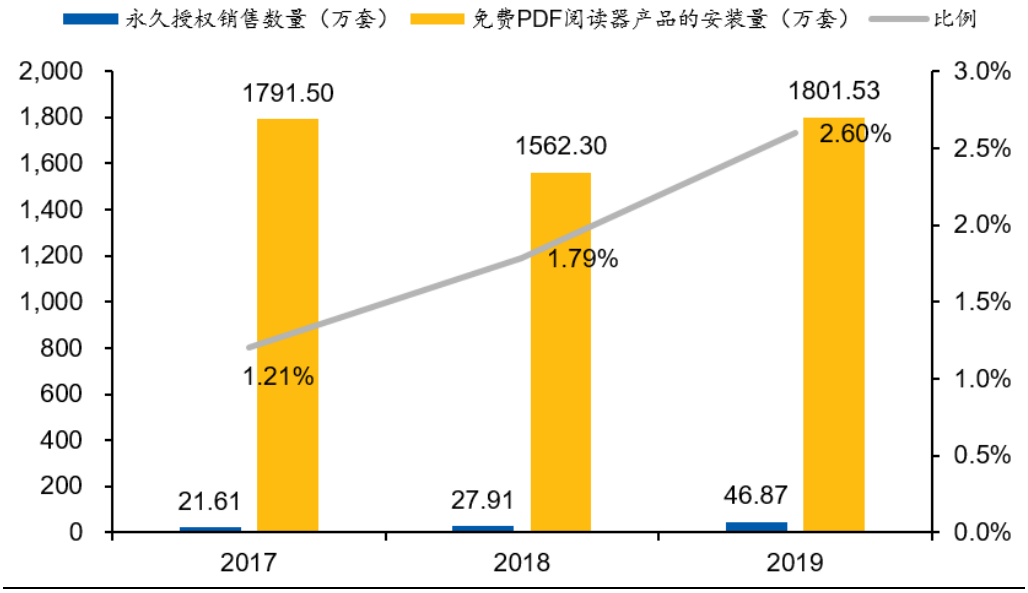
图 22：PDF 编辑器与阅读器产品营收结构



数据来源：东北证券, Wind

庞大免费用户基础构建业务护城河，付费率提升显著。公司免费阅读器产品配置了基础的 PDF 阅读功能，具备庞大的用户基础，构建公司业务的护城河。2019 年，免费 PDF 阅读器产品的安装量（安装量数据已剔除同一计算机设备多次安装的情形）达到 1802 万，同年永久授权的销售量为 46.87 万套，仅占免费 PDF 阅读器产品的安装量的 2.60%，未来付费率（永久授权的销售量/免费 PDF 阅读器产品安装量）尚有较大的提升空间。2019 年，公司编辑器与阅读器业务中，永久授权的收入为 2.47 亿元，同比增长 50.96%，主要由于 2019 年永久授权销售数量为 46.87 万套，同比增长 67.91%，而单价为 526.47 元/套，下降 10.09%，主要由于大客户销售额大幅增长，如戴尔，采购数量较大折扣率较高，拉低了公司的平均单价。

图 23：免费 PDF 阅读器产品的安装量及永久授权销售数量



数据来源：东北证券，招股说明书

新版本发布提升永久授权单价，中国地区产品授权价格相对稳定。2017 年 11 月，公司发布 Phantom PDF 9 版本，销售价格上调；2020 年 2 月，由于公司即将发布 Phantom PDF 10 版本，销售价格再次上调；2020 年 5 月，公司发布 Phantom PDF V10.0 版本。从实际永久授权单价来看，2017 年 11 月公司产品提价后，在考虑到戴尔等新增大客户的折扣比重较高影响下，2018 年产品实际的平均售价为 585.57 元/套，同比增长 4.18%。而 2017-2019 年，中国区的产品的销售价格相对稳定，标准版为 1360 元/套，商业版为 2098 元/套。

表 2：永久授权模式下产品单价水平

	版本	2020 年 2 月后	2017 年 11 月至 2020 年 2 月	2017 年 11 月前
美国地区	标准版	139 美元	129 美元	109 美元
	商业版	179 美元	159 美元	139 美元
欧洲地区	标准版	139 欧元	129 欧元	109 美元
	商业版	179 欧元	159 欧元	139 美元
中国地区	标准版		1,360 元	
	商业版		2,098 元	

数据来源：东北证券，招股说明书

3.1.2. 行业需求推动 PDF 行业向云端发展，订阅收入翻倍增长

行业需求推动 PDF 行业向云端发展。随着互联网、云计算、大数据等先进技术的快速发展和应用，用户对 PDF 文档软件产品也提出了新的诉求，对文档管理、信息共享等更为关注，要求文档具备在线编辑、在线协作、状态追踪等功能。服务订阅模式成为软件产业快速发展的一种新型盈利模式，依照用户实际所需的产品及服务类型进行付费，用户支付费用由一次性买断变为长期付费，使用户群体进一步向中小企业以及个人用户有效延伸，市场目标用户群体扩大，有助于拓展行业企业的盈利能力。

订阅客户数量迅速增长，带动订阅收入翻倍增长。2017-2019 年，公司机构客户分别为 427 户、816 户和 3,199 户，分别增长 91.10%和 292.03%，单价分别为 3857 元、6123 元和 6229 元，均存在较大的波动。非中国区域的个人用户客均收入总体在 370 元至 460 元之间浮动，非中国区域个人用户平均价格 2019 年度大幅上涨，主要由于公司在订阅模式推广初期提供 9.99 美元的教育版本订阅优惠，2019 年度内取消了该优惠，订阅用户的平均价格有较大幅度的增长。2017 年开始，公司开始开拓中国市场，在中国区域推广每月 20-30 元的订阅业务。因此客户量大幅上涨，销售收入有所增长。

表 3：PDF 编辑器产品订阅销售明细

		2019		2018		2017
		金额	变动	金额	变动	金额
整体收入（万元）		**3,568.28**	**100.00%**	**1,784.15**	**213.04%**	**569.94**
机构客户	收入（万元）	1,993	298.83%	500	203.36%	165
	客户数量（户）	3,199	292.03%	816	91.10%	427
	客均收入（元/户）	**6,229**	**1.73%**	**6,123**	**58.74%**	**3,857**
个人客户（非中国区域）	收入（万元）	726	6.20%	684	89.64%	360
	客户数量（户）	15,782	-12.49%	18,034	93.56%	9,317
	客均收入（元/户）	460	21.36%	379	-2.02%	387
个人客户（中国区域）	收入（万元）	700	36.84%	511	1358.45%	35
	客户数量（户）	68,288	52.42%	44,803	935.91%	4,325
	客均收入（元/户）	102	-10.22%	114	40.79%	81
代理商	收入（万元）	150	67.25%	90	820.31%	10
	客户数量（户）	13	-40.91%	22	144.44%	9
	客均收入（元/户）	115,317	183.05%	40,742	276.49%	10,821

数据来源：东北证券，招股说明书

3.1.3. 开发平台与工具、企业文档自动化解决方案业务规模尚小，收入存在波动

除了 PDF 编辑器和阅读器之外，**开发平台与工具**主要为公司向机构客户提供嵌入式软件，便于客户在其自产软件中实现 PDF 相关功能，具有快速高效、可跨平台等特性，具体包括 Foxit PDF SDK 以及其他独立产品的 SDK，程序开发人员可直接在自有软件产品中嵌入福昕软件 PDF 相关的技术，实现 PDF 相关的功能，其中 Foxit PDF SDK 已在亚马逊、微软、MobilSign 等众多知名客户中得到应用。**企业文档自动化解决方案**主要是为满足企业客户对大量 PDF 文档无人工干预的批量处理需求，主要产品包括服务器端批量处理文档转换和压缩的解决方案 PDF Compressor 和文档转换解决方案 Rendition Server。**PDF 工具及在线服务产品**包括定制化的 PDF 相关工具和在线服务两个产品线。此外，公司还提供云办公、互联网 PDF、企业级 PDF 解决方案、电子文档安全分发解决方案、PDF 文档电子签章解决方案、PDF 文档安全应用解决方案、网络印刷解决方案等多种行业解决方案。

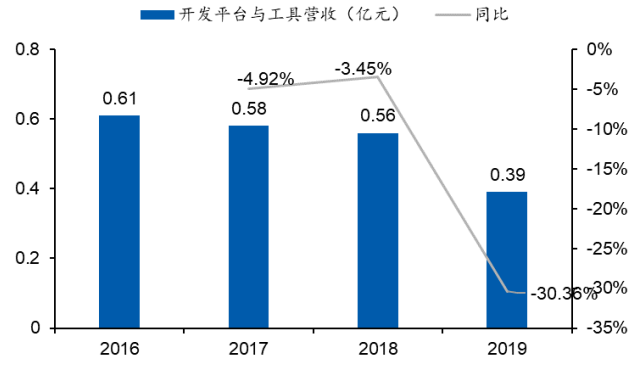
表 4：公司主要产品简介

产品	产品分类	主要功能及特点	
开发平台与工具	Foxit ODF SDK	在各类平台实现 PDF 显示、编辑等多种功能	
	Rapid Development Kit for Mobile	移动平台迅捷开发工具包，实现用户快速开发移动平台的 PDF 产品	
	WebPDF SDK	Web 平台开发工具包，实现用户快速开发 web 平台的 PDF 产品	
	Foxit PDF IFilter	文档过滤器插件，提取文档信息内容以分类检索	
	Foxit PDF Toolkit	PDF 工具集合，实现 PDF 转换等功能	
企业文档处理解决方案	PDF Compressor	服务器端批量处理文档转换和压缩的解决方案	
	Rendition Server	文档转换解决方案，为企业建立统一的企业文档处理标准	
PDF 工具及在线服务	PDF 相关工具	Ultraforms	用于电子表单的填写与数据回收功能
		风筝文档	基于云形式提供的互联 PDF 产品
		福昕互联可控文档协同平台	基于互联 PDF 技术开发的文档管理平台
	在线 PDF 服务	PDF 转换、文档安全、文档处理、文档服务等	
	广告服务	微信公众号发布广告、第三方平台接入软件广告弹窗等	

数据来源：东北证券，招股说明书

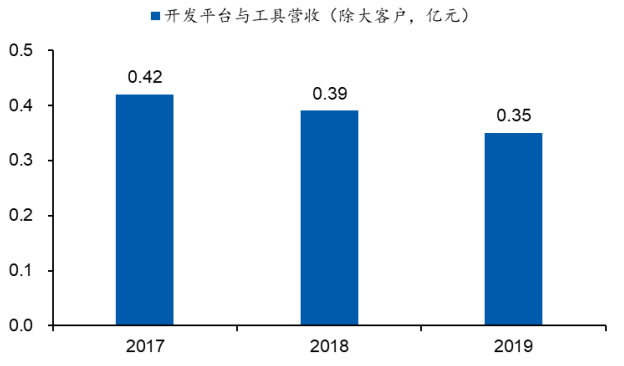
开发平台与工具业务收入受大客户影响存在波动。2017-2019 年，公司的开发平台与工具业务收入分别 0.58 亿元、0.56 亿元和 0.39 亿元，业绩有所波动，主要由于受到谷歌、亚马逊以及微软等大型机构客户订单变化的影响。因此该项业务收入水平受大客户影响较大，存在因大客户收入变化而导致的业绩波动的风险。2019 年，公司开发平台与工具业务收入为 0.39 亿元，同比下降 30.36%，主要是由于谷歌、亚马逊以及微软等大型机构客户订单变化影响，2018 年公司对部分大客户采用特定版本的 SDK 产品收取一次性永久授权费，以后年度收取固定年度技术支持及维护费。去除大客户影响后，2019 年，公司开发平台与工具业务收入为 0.35 亿元，同比下降 8.83%。

图 24：开发平台与工具收入及同比



数据来源：东北证券，Wind

图 25：开发平台与工具收入（除大客户）

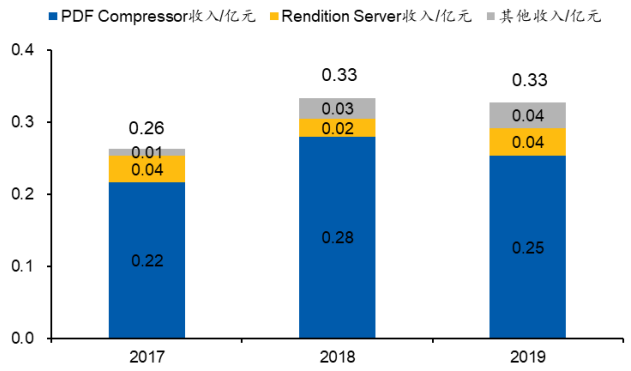


数据来源：东北证券，Wind

企业文档自动化解决方案主要是为满足企业客户对大量 PDF 文档无人工干预的批量处理需求，主要产品包括服务器端批量处理文档转换和压缩的解决方案 PDF Compressor 和文档转换解决方案 Rendition Server，适用于存在文档处理、存储需求的企业用户。企业文档自动化解决方案一般根据处理文件数量或者处理器支持数量阶梯报价，报价范围为 2-20.83 美元/每千页面或者 2500-6900 美元/每核心。2019 年，

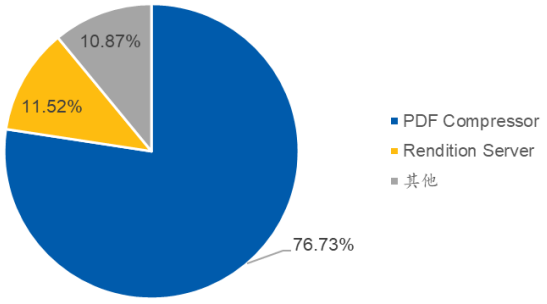
PDF Compressor 实现收入 0.25 亿元，同比下降 9.60%，主要是由于公司将销售重心放在 Rendition Server 的产品销售上，减少了对 PDF Compressor 的推广业务。2019 年，Rendition Server 实现收入 0.04 亿元，同比增长 53.71%。综合来看，企业文档自动化解决方案整体收入规模较小，同样受大客户影响较大。

图 26：企业文档自动化解决方案收入



数据来源：东北证券，Wind

图 27：2019 企业文档自动化解决方案收入结构

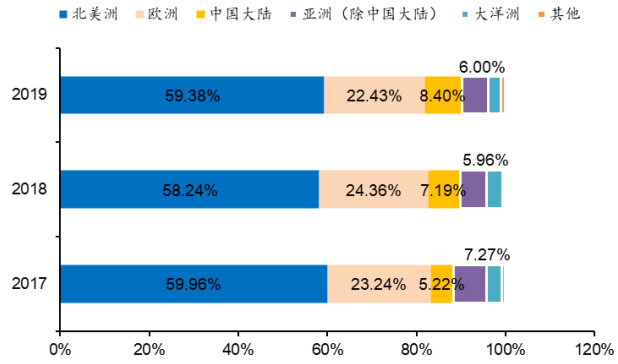


数据来源：东北证券，Wind

3.2. 深耕海外市场，海外子公司多负责区域产品销售及研发

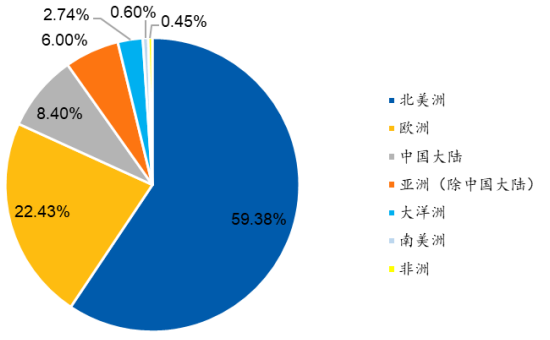
公司营业收入主要来自于海外。2017-2019 年，海外收入占比分别为 94.78%、92.81%和 91.60%，以欧美区域为主，来自中国大陆的收入占比较低。2019 年北美洲营收 2.19 亿元，同比增长 34.06%，占比 59.38%；欧洲地区营收 0.83 亿元，同比增长 21.04%，占比 22.43%。主要是公司以信息化建设程度较高、软件付费意识较强的发达国家和地区作为业务中心，实施全球化发展战略。2019 年，公司在国外市场实现营收 3.37 亿元，同比增长 29.6%，占总营收比重 91.33%。近年来，公司在中国大陆地区营收占比逐步增长。2019 年，公司中国大陆地区营收共计 0.31 亿元，同比增长 55%，占总营收比重 8.4%，较去年上涨 1.28 个 pct。

图 28：公司分地区收入结构



数据来源：东北证券，Wind

图 29：2019 年公司分地区收入结构

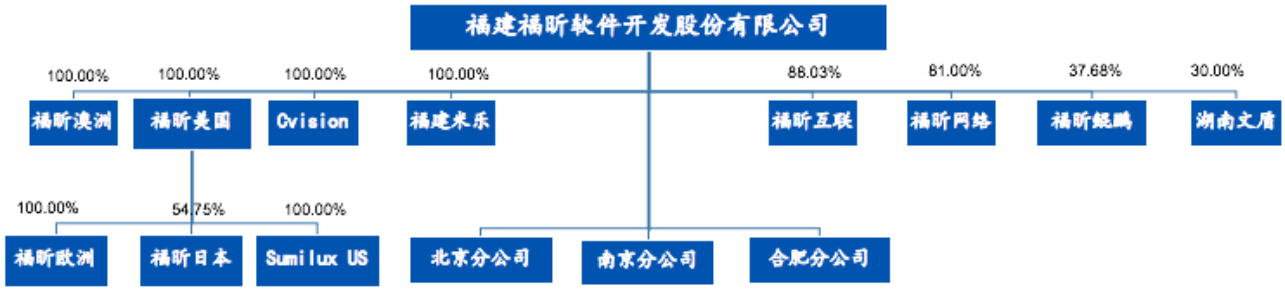


数据来源：东北证券，Wind

海外子公司多负责区域产品销售及研发。公司主要的海外全资子公司包括福昕美国（旗下包括福昕日本、福昕欧洲和 Sumilux US）、福昕澳洲、Cvision 等，分别负责

各区域或部分产品的销售及研发职能，其中 Cvision 主要负责企业文档压缩相关产品的销售与研发职能。国内方面，福昕互联（公司持股 88.03%）主要负责互联 PDF 研发和销售；福昕网络（公司持股 81.00%）承担中国区域个人 PDF 业务销售与研发职能；福昕鲲鹏（公司持股 37.68%）负责 OFD 系列产品与整体的版式技术应用解决方案。

图 30：公司主要子公司



数据来源：东北证券，Wind

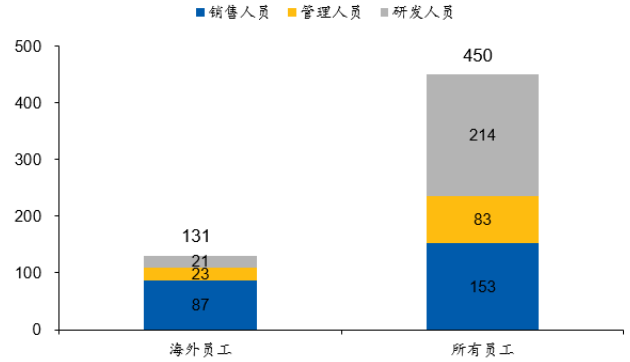
表 5：公司主要子公司及参股公司

公司名称	注册地/经营地	股权结构	主营业务	总资产（亿元）	净资产（亿元）	净利润（亿元）
福昕美国	美国	100%	承担在美国的销售及研发职能	2.340	0.898	0.229
福昕日本	日本	54.75%	承担在日本的销售职能	0.071	0.061	0.008
福昕欧洲	德国	100%	承担在欧洲的销售及研发职能	0.374	0.085	0.023
Sumilux US	美国	100%	福昕美国吸收合并正在办理中	0.337	0.337	0.015
福昕澳洲	澳大利亚	100%	SDK 产品的销售和服务职能	0.032	0.023	0.004
CVision	美国	100%	企业文档压缩相关产品的销售与研发职能	0.057	-0.013	0.018
福昕互联	北京	88.02%	福昕互联 PDF 研发和销售公司	0.009	0.005	-0.024
福昕网络	福州	81.00%	承担中国区域个人 PDF 业务销售与研发职能	0.202	0.123	0.052
安徽米乐	合肥	100%	注销中	0.007	0.007	-0.009
香港米乐	香港	100%	注销中	0.001	0.000	——
福昕鲲鹏	北京	37.68%	OFD 系列产品与整体的版式技术应用解决方案	0.848	0.828	0.008
湖南文盾	湖南	30.00%	从事私有云存储、数据管理和安全防护	——	——	——

数据来源：东北证券

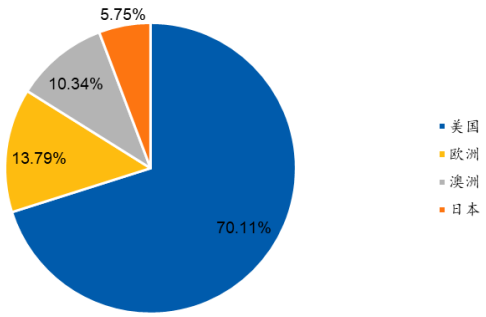
公司海外员工以销售人员为主，占比超过 60%且人数逐年上升，2019 年销售人员增加较多主要是因为公司 Phantom PDF 业务规模增长较快，公司相应扩充销售队伍以满足客户售前和售后需求。

图 31：公司海内外人员构成（2019 年底）



数据来源：东北证券

图 32：2019 年公司海外销售人员分布情况



数据来源：东北证券

公司逐步拓展新兴市场，如俄罗斯、巴西、印度等。客户新兴市场的开拓主要受当地经济发展、信息化程度等因素的影响。公司在新兴市场的销售额取得了良好的成果，实现了快速增长。

表 6：公司在新兴市场的收入及同比（单位：万元）

	2019		2018		2017	
	金额	变动	金额	变动	金额	
巴西	163.60	182.90%	57.83	-6.66%	61.96	15.87%
俄罗斯	128.63	9.84%	117.11	9.66%	106.79	3.74%
印度	90.50	22.28%	74.01	36.79%	54.10	15.67%
合计	382.72	53.74%	248.94	11.71%	222.85	9.68%

数据来源：东北证券，招股说明书

3.3. 产品突破头部客户，形成标杆效应

多家互联网巨头采购公司产品技术，形成标杆效应。公司在 PDF 电子文档格式领域深耕多年，累积了各行各业大量客户资源，公司强调发展垂直市场，重点发展教育、法律、银行、保险、政府等重要领域，得到客户的认可，特别是多家互联网巨头将公司的产品技术应用于其主要产品中，如亚马逊 Kindle 产品、谷歌 Chrome 浏览器、谷歌 Android 移动平台、微软 SharePoint 平台等。此外，公司与戴尔、联想、新聚思、Insight 等大型 IT 代理商合作，通过其销售渠道扩展市场。

表 7：公司主要服务客户

所在行业	企业名称
政府与电子政务	中华人民共和国外交部、国家标准委、国家知识产权局、中国电子口岸数据中心、上海市城乡建设和管理委员会、加拿大共享服务局、美国农业部、纽约州法院系统等
出版教育图书馆	国家图书馆、人教数字、社会科学文献出版社、中国质检出版社、中国建筑工业出版社、科学出版社、广东省出版集团、四川文轩、同济大学出版社、当当、哈佛大学、圣约翰大学、兰登书屋、纽约时报等
金融	人民银行、国家开发银行、民生银行、浦东发展银行、中国人寿、新华人寿、招商证券、西部证券、大连银监局、新疆银监局、摩根大通银行、哈特福德金融服务公司、美国银行、摩根士丹利等
制造	国机集团、中国宝武、中铁建、中建、中国南车、上海汽车、华晨宝马、东风汽车、小康工业集团、上海外高桥造船有限公司、万科、恒大、艾默生、丰田、福特汽车、飞利浦医疗、美国家得宝公司等
IT 通讯	中国移动、百度、腾讯、方正、汉王科技、握奇数据、香港权智集团、IBM、Intel、ACCESS、NECCorporation、AMD、Xerox、微软、三星、戴尔、思科、西门子、佳能等
能源化工	中国石化、中国石油、华电集团、中煤集团、西电集团、哈电集团、长江三峡集团、壳牌集团、雪佛龙等
食品医药	百胜、三元食品、正大天晴、药明康德、先声药业、阿斯利康、莱爱德制药等
律所	北京市盈科律师事务所、北京市金杜律师事务所、北京君合律师事务所、上海市锦天城律师事务所等

数据来源：东北证券、公司官网

亚马逊曾战略入股，公司为 Kindle 提供 PDF 文档支持，且产品登陆 Amazon Store。2010 年，亚马逊使用福昕软件开发的 PDF 显示及渲染技术，为 Kindle 设备及各种 Kindle 客户端阅读应用提供 PDF 文档支持，此前，亚马逊的 PDF 文档技术由其他公司提供，福昕 PDF 产品凭借小型、快速和轻量级的优势，获得亚马逊这一大客户的青睐，并建立了长期合作关系。为了持续获得稳定、可靠的技术支持，2011 年 12 月，亚马逊入股福昕软件；2013 年 8 月，福昕有限由有限责任公司整体变更为股份有限公司，亚马逊持有公司股份 13%；2019 年 3 月，为了支持公司申请 ICP 资质，亚马逊同意退出对福昕软件的投资。2017-2019 年，来自亚马逊的收入分别为 320.58 万元、1082.99 万元和 141.49 万元，主要是由于 2018 年，亚马逊与公司签订永久授权协议，不再对相关版本产品的新增分发量收取授权费，仅按年收取技术支持维护费。此外，公司通过 Amazon Store 在线商店向终端消费者销售 PDF 阅读器和编辑器产品，Amazon Store 平台收取 30%的手续费。

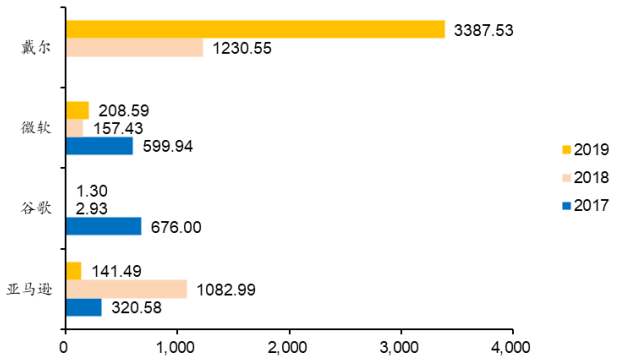
与谷歌合作建立开源 PDFium 项目，PDF 技术应用于谷歌知名产品。2014 年，谷歌与福昕软件达成合作建立开源 PDFium 项目，谷歌以数千万元美金的价格，取得福昕软件的开源代码，将福昕软件的 PDF 技术应用于 Chrome 浏览器、安卓手机操作系统以及 Google Document 等产品。2017 年开源 PDFium 项目完成后，公司不再从谷歌获得技术授权及服务收入，目前，公司在谷歌商店上销售少量 PDF 阅读器和编辑器产品。

微软 ADRMS 和 SharePoint 首选 PDF 阅读器。2012 年 11 月 13 日，福昕阅读器凭借高性能、安全性及企业级功能，被微软指定为 ADRMS2.0、SharePoint®2013 及 SharePointOnline 在 Office365 环境中的首选 PDF 阅读器，微软集成功能主要包括 PDF 文档的加密和解密、支持 MicrosoftOffice®工作流、SharePoint 文件签入/签出和动态安全水印。2017 年公司与微软签订永久授权协议，提供系统软件开发工具包应用于微软相关产品，以后年度收取每年固定维护费。同时，公司通过微软商店销售 PDF 阅读器和编辑器产品，微软商店平台收取 20%的手续费。

与戴尔建立合作推广关系，既是客户又是供应商。2018 年开始，公司与与戴尔建立合作推广关系，戴尔作为全球排名前五的 PC 供应商，作为公司产品代理商赚取代理差价，公司向其提供可生成激活序列号的权限。此外，戴尔采取直销模式，为客户同时提供一站式的软件产品采购服务，拥有自主定价权，由于其销售渠道完善，公司向戴尔购买推广服务，通过市场活动、电话等多种方式推广公司产品。2018 和 2019 年，戴尔代理销售的收入分别为 1237.14 万元和 3391.43 万元，公司与其合作的推广费分别为 352.51 万元和 905.55 万元。

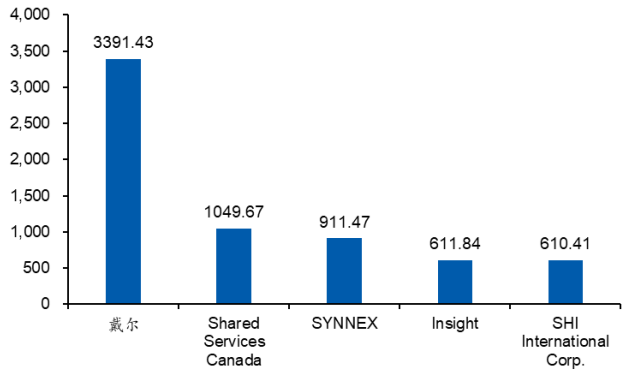
前五大客户贡献收入占比提升。公司突破了谷歌、亚马逊、戴尔等大客户，根据 2019 年，公司前五大客户中，戴尔、Insight、SHI International Corp.、SYNNEX 均为公司代理商，合作较为稳定，Shared Services Canada 为公司 2019 年开拓的新客户，为加拿大政府专门提供数据服务的机构。2017-2019 年，公司前五大客户贡献的收入占比分别达到 11.21%、12.50%和 17.85%，收入占比提升。

图 33：主要头部客户贡献收入（单位：万元）



数据来源：东北证券，Wind

图 34：2019 年公司前五大客户（单位：万元）



数据来源：东北证券，Wind

4. 差异化竞争提升市场份额，云化转型前景可期

4.1.1. PDF 潜在市场空间广阔，后进入者仍具有发展空间

PDF 应用广泛但技术门槛较高。PDF 全称为 Portable Document Format，即便携式文档格式，可以在不同设备与操作系统之间保持文档显示一致性，且具有文件体积小、速度快、且多功能性等优点，是互联网上进行电子文档发行和数字化信息传播的理想文档格式，在电子公文、工程制图、出版印刷、档案管理等领域具有广泛应用。1993 年，Adobe 首次发布 PDF 标准；2008 年，PDF 标准正式成为国际标准；2015 年，PDF 标准正式成为国家标准。虽然标准开放，但 PDF 文件涉及文字、图形、图像等多种格式数据的封装，结构较为复杂，显示渲染难度较大；各类程序生成的文件数据格式结构差异较大，可能涉及动态数据结构，生成 PDF 涉及复杂的转换与过滤过程；编辑涉及文字段落的复杂识别过程因此 PDF 技术门槛较高。

图 35：不同用户对 PDF 相关产品的需求

	SOHO	SMB	Enterprise
Creation	✓	✓	✓
Editing	✓	✓	✓
Collaboration	✓	✓	✓
Signing	✓	✓	✓
Sharing	✓	✓	✓
User management/licensing		✓	✓
Team collaboration		✓	✓
Team analytics		✓	✓
Onboarding/adoption		✓	✓
Productivity impact/ROI		✓	✓
Enterprise integrations			✓
Advanced administration/control			✓
Advanced document security			✓
Advanced data security			✓
Sustainability impact/ROI			✓

数据来源：东北证券，Nitro 招股说明书

PDF 领域一超多强，福昕软件市占率仅次于 Adobe。Adobe 是作为 Adobe 是全球 PDF 领域龙头企业，最早进入 PDF 行业，先发优势显著，其核心业务分为三大板块，分别是数字媒体、数字营销和出版业务，数字媒体包括两部分，一是以 Photoshop、Adobe Illustrator、Adobe Premiere 等图片、视频处理软件为代表的创意设计产品（Adobe Creative Cloud，简称 CC 业务），二是以 Adobe Acrobat、Acrobat Reader 和 Adobe Sign 为代表的数字文档产品（Adobe Document Cloud，简称 DC 业务）。除 Adobe 之外，PDF 领域的主要参与者为福昕软件、Kofax、Nitro 及万兴科技等，其中 Nitro 于 2019 年 12 月在澳大利亚证券交易所上市；国内的竞争对手万兴科技于 2018 年 1 月在深交所上市；Kofax 未上市。从营收规模对比来看，Adobe 作为龙头，其 DC 业务的营收规模显著高于其他竞争对手，2019 年实现营收 84.77 亿元，同比增长 24.75%；2019 年，福昕软件、Nitro 和万兴科技数字文档软件产品（包含 PDF 产品）的营收规模分别为 3.69 亿元、2.47 亿元和 1.00 亿元，分别是 Adobe 营收的 4.35%、2.91%和 1.18%。

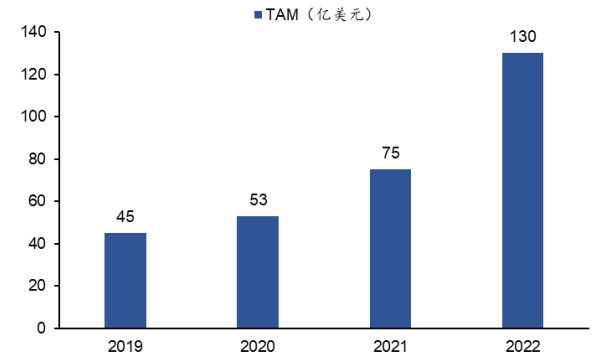
表 8：可比公司 PDF 业务营收规模对比（单位：亿元）

	2019 年营收	2019 年营收/2019 年 Adobe 营收	2018 年营收	2018 年营收/2018 年 Adobe 营收	2017 年营收	2017 年营收/2017 年 Adobe 营收
Adobe	84.77	100.00%	65.4	100.00%	56.41	100.00%
福昕软件	3.69	4.35%	2.81	4.30%	2.21	3.92%
Nitro	2.47	2.91%	2.16	3.30%	1.88	3.33%
万兴科技	1.00	1.18%	0.56	0.86%	0.53	0.94%

数据来源：东北证券，公司招股说明书

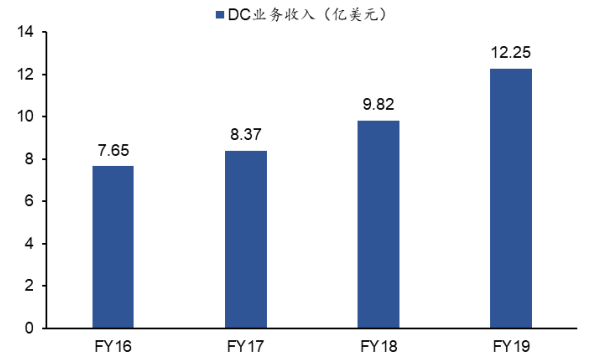
PDF 潜在市场规模广阔，后进入者仍具有发展空间。根据 Adobe 公司公开文件显示，2019-2022 年，PDF 文档相关业务潜在市场规模（TAM，某产品或服务在现实市场可能获得的最大收入规模，与实际收入存在一定差异）分别为 45 亿美元、53 亿美元、75 亿美元和 130 亿美元。按照产品分类，预计 2022 年，来自 Acrobat Applications（包括 Acrobat 订阅、PDF 产品）的可及市场空间 TAM 为 70 亿美元，来自 Document Services Platform（电子签名、嵌入式 PDF-as-a-Service 等）的可及市场空间 TAM 为 60 亿美元。根据 Forrester 发布的《Market Insight Study on PDF Productivity and eSignature Solutions》，2019 年，PDF 产品及电子签名产品的市场空间约 55 亿美元，预计 2023 年达到 82 亿美元，2019-2023 年的年复合增速为 11%。PDF 市场空间，2019 财年，Adobe DC 业务的收入为 12.25 亿美元，占其预计的 2019 年潜在市场规模的比例仅为 27%，我们认为对于后进入者，其 PDF 文档相关业务仍有较大的发展空间。

图 36：PDF 文档相关业务潜在市场规模



数据来源：东北证券，Adobe 投资者说明会

图 37：Adobe DC 业务收入



数据来源：东北证券，Adobe

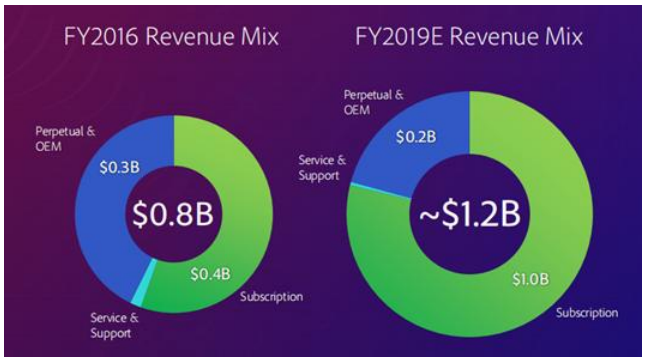
4.2. 主打差异化竞争策略，市场份额稳步提升

授权方式灵活，兼顾永久授权模式和订阅模式。Adobe 自 2012 年正式开始转型订阅服务，其客户须按期订阅软件服务，2019 财年的 DC 业务的收入结构中，订阅收入占比达到约 83%，已经完成订阅模式的转型，不再提供永久授权模式。相比于 Adobe，福昕软件的 PDF 编辑器与阅读器业务以永久授权模式为主，与 Adobe 形成差异化竞争，满足部分选择永久授权的客户的需求；同时福昕软件也提供订阅模式，2019 年，福昕软件的 PDF 编辑器业务收入中，订阅业务收入占比约为 12%。

从客户的角度，尽管云化是未来的趋势，但部分客户仍希望采用永久授权的模式，

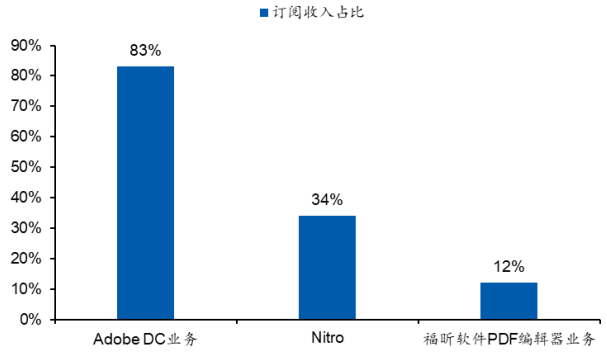
一方面是由于能够自主掌握支付软件授权费用的期限以具有主动权；一方面，订阅模式下一般单客户生命周期价值显著提升，也意味着客户累计支出提升；此外部分客户受限于采购习惯或者要求，永久授权模式下的软件采购通常作为资本性支出，订阅模式则通常列入费用性支出，部分客户出于自身预算以及对财务报表影响的考虑倾向于采用永久授权模式。因此，福昕软件提供永久授权模式和订阅模式，和 Adobe 实现差异化竞争。

图 38：Adobe DC 业务收入结构



数据来源：东北证券，Adobe

图 39：2019 年各公司订阅业务占比对比



数据来源：东北证券，Wind

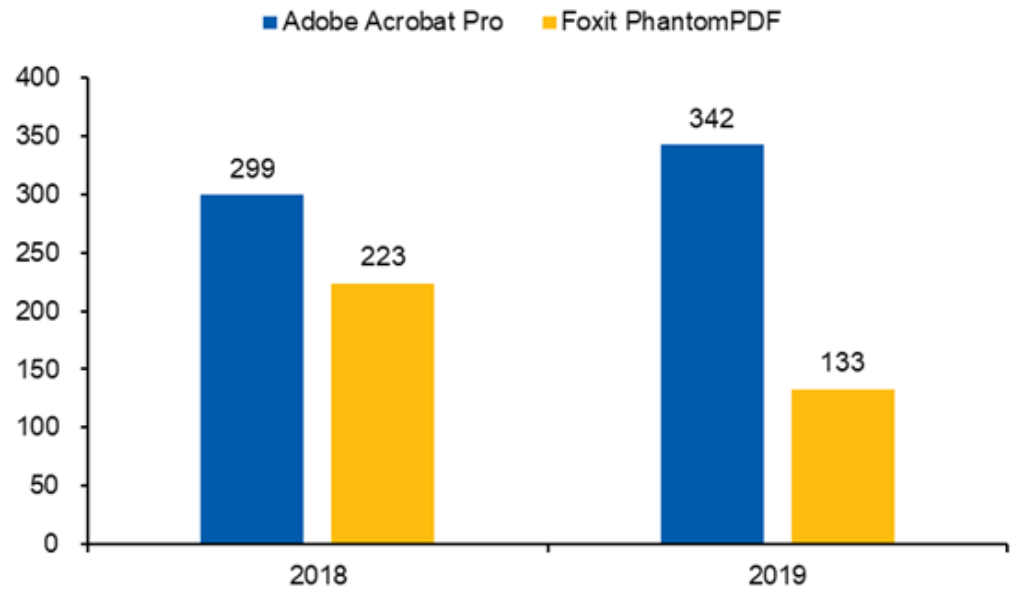
部分云化技术及安全性方面实现领先，体积小巧易用。公司将云计算作为产品的战略性发展方向，大力研发文档在线编辑、在线协作与状态追踪等方面功能，公司核心技术群包括 PDF 文档解析技术与渲染技术、跨平台技术、PDF 文档转换技术、文档高压缩技术、互联 PDF 技术和 PDF 电子表单技术等，在部分云技术方面实现领先，如公司推出的互联 PDF 技术，可以实现给对文档的追踪和权限管理以保障文档信息安全，目前行业内无其他 PDF 厂商提供该类技术；公司的在线编辑技术的功能完整性和性能均处于领先水平。相比 Adobe 的 PDF 软件，公司产品具有安全稳定以及体积小等特点。根据国际著名安全漏洞库 CVE 所收集的软件漏洞数据，2018 年和 2019 年，公司的主要产品 Phantom PDF 的安全问题数量分别为 233 个和 133 个，数量显著下降，且显著少于主要竞争产品 Adobe Acrobat Pro 的安全漏洞数量。

表 9：公司云化重点技术

	主要内容	研发情况	运用情况	技术水平
互联 PDF 技术	给文档唯一 ID，对其追踪、权限管理	核心技术研发完成，并获得专利，技术基本成熟	运用在公司的 PhantomPDF、风筝文档的产品中，实现了 PDF 电子文档的加密、权限管理、强跟踪等功能，保障文档信息安全	行业内无其他 PDF 厂商提供该类技术
在线编辑技术	基于云计算实现在线文档读取、编辑的功能	核心技术研发完成，PDF 核心技术和 SDK 都对浏览器平台提供了支持	运用在 PhantomPDF Online 产品中，用户仅凭借浏览器就可以完成文档阅读、标注、编辑、填表、数字签名、多人协同编辑等功能	功能完整性和性能均处于领先水平

数据来源：东北证券，Wind

图 40：CVE 安全漏洞数对比



数据来源：东北证券，招股说明书

相比 Adobe Acrobat，福昕产品价格优惠更具性价比。公司产品定价参考行业惯例，订阅模式的价格基于授权模式产品价格制定，1-2 年期间的产品订阅费用与特定版本的永久授权费用接近。公司按月订阅的定价水平和 Adobe Acrobat 接近，以美国版本为例，公司的标准版和商业版的定价分别为 14.99 美元/月和 16.99 美元/月，Acrobat Standard DC（消费端）、Acrobat Pro DC（消费端）和 Acrobat DC for team（商业端）的定价分别为 12.99 美元/月、14.99 美元/月和 16.99 美元/月（折扣前）。此外相比于 Adobe Acrobat 价格仅有按月订阅的方式，公司推出按年订阅的方式，仅为按月订阅总价的 6 折左右。

表 10：订阅模式下产品单价水平

	版本	订阅方式	2020.6 以后	2020.2-2020.5	2017.11-2020.2	2017.11 前
美国地区（福昕）	标准版	按月订阅	14.99 美元	——	13.99 美元	12.99 美元
		按年订阅	99.00 美元	95.88 美元		90.00 美元
	商业版	按月订阅	16.99 美元	——	14.99 美元	14.99 美元
		按年订阅	132.00 美元	107.88 美元		108 美元
欧洲地区（福昕）	标准版	按月订阅	14.99 欧元	——	13.99 欧元	12.99 欧元
		按年订阅	99.00 欧元	95.88 欧元		90.00 欧元
	商业版	按月订阅	16.99 欧元	——	14.99 欧元	14.99 欧元
		按年订阅	132.00 欧元	107.88 欧元		108 欧元
中国地区（福昕）	标准版	按年订阅	240 元			
	商业版	按年订阅	360 元			
Adobe Acrobat（消费端）	Acrobat Pro DC	按月订阅	14.99 美元/月（当前价格）			
	Acrobat Standard DC	按月订阅	12.99 美元/月（当前价格）			
Adobe	Acrobat DC for team	按月订阅	16.14 美元/人/月（5%折扣，折扣前 16.99 美元/月）（当前价格）			

Acrobat（商业端）	**Acrobat DC for enterprise**	按月订阅	商业谈判

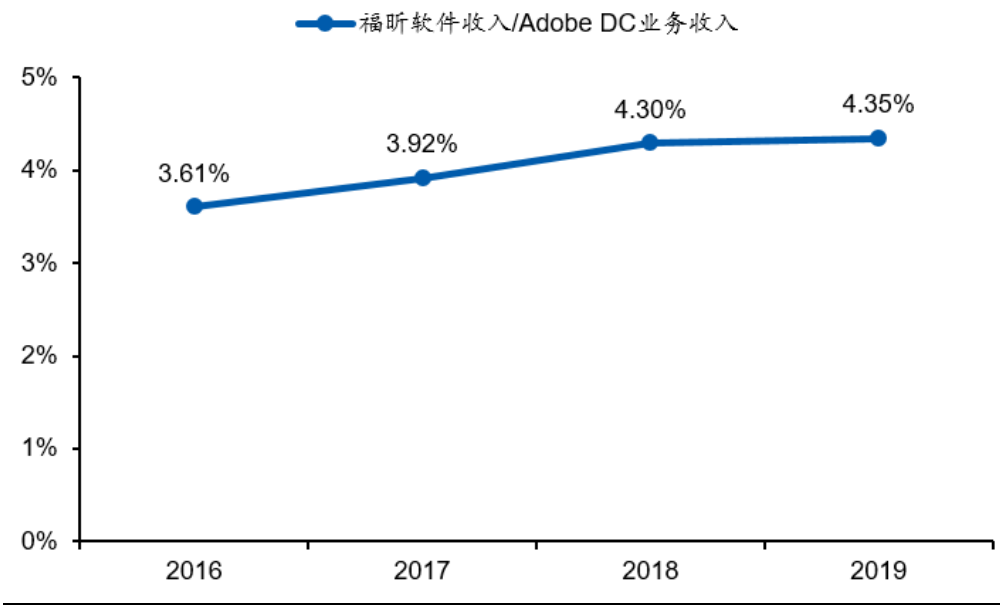
数据来源：东北证券，招股说明书

注：2020 年 5 月公司推出 Phantom PDF 10 版本，经过短暂价格测试后按年订阅价格于 2020 年 6 月进行了调整

技术支持服务领先竞争对手。公司以中国为软件产品开发设计中心，以欧美日等经济发达国家为主要市场区域，成立众多海外子公司主要负责区域产品销售及研发工作。相比于 Adobe 主要依托渠道支持提供服务，公司可以做到由公司技术人员直接提供电话、网络等方面的技术支持服务，公司的服务售前咨询、售后服务、技术支持等涵盖产品应用全过程，快速响应客户的问题并及时进行反馈，以提升客户满意度和增强客户粘性。公司募投项目之一即是拟投入 5186 万元用于全球营销服务网络及配套建设项目，包括市场开拓、品牌推广、产品营销以及产品支持与服务等。

逐步缩小与 Adobe 差距，市场份额稳步提升。2017 年-2019 年，公司收入增速分别为 24.92%/27.30%/31.35%，显著高于 Adobe DC 业务的收入增速（分别为 9.39%/17.34%/24.73%），公司收入/Adobe DC 业务收入的比例由 2016 年的 3.61%逐年提升至 2019 年 4.35%，逐步缩小与 Adobe 差距，市场份额稳步提升。

图 41：福昕软件收入/Adobe DC 业务收入



数据来源：东北证券，Wind

4.3. 世界 PDF 软件行业内的“中国名片”，持有 OFD 厂商福昕鲲鹏 37.68%股权值得关注

4.3.1. 世界 PDF 软件行业内的“中国名片”，拓展国内正版化市场

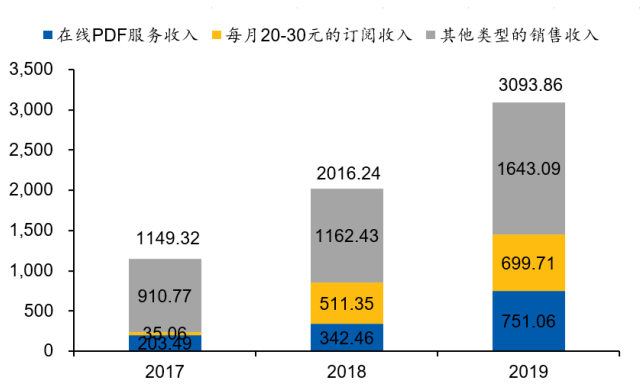
国家软件正版化进程加快，福昕软件成功进入央企采购名录，并成立中国区事业部。2003 年，政府采购法正式实施；2006 年 4 月，在国家版权局联合 9 部委发布《关于印发〈关于推进企业使用正版软件工作的实施方案〉的通知》后，国资委成立了推进中央企业使用正版软件工作领导小组，要求中央企业全部实现软件正版化；2018 年 5 月国务院国资委下发国资厅发（2018）20 号文提出巩固软件正版化成果；

2019 年中央企业软件联合采购活动顺利举行。作为全球领先 PDF 产品及方案的供应商，福昕软件积极参与并在大会现场与 7 家中央企业签署了中央企业联合采购框架协议。为更好响应国家软件正版化号召，福昕基于拓展业务需求和改善中国本土用户服务，正式成立中国区事业部，为打造福昕 PDF 阅读器成为世界软件行业内的一张“中国名片”迈出了坚实的一步。

国内竞争对手主要为金山办公和万兴科技，公司竞争优势显著。公司在 PDF 领域的国内竞争对手主要是金山办公和万兴科技，其中金山办公将其 PDF 产品作为组件嵌入到 WPS 中，以及推出金山 PDF 独立软件，具有和其核心业务流式软件 WPS 良好的协同，但推出时间较短；万兴科技 PDF 产品主要包含在数字文档软件产品项下，如 PDF 编辑器（PDFelement）、PDF 转换工具（PDF Converter）等，主要面向 C 端用户，从整体收入体量上来看，2019 年，万兴科技数字文档软件产品总收入 9,970.25 万元，相比福昕软件 3.69 亿元的收入规模较小。我们认为 PDF 编辑器产品具有较高的市场门槛，新进入者一般可以实现简单的文档编辑，但完善用户体验需要持续投入和优化。公司在版式软件领域深耕多年，将其作为核心业务，并具有服务国内外头部客户经验，竞争优势明显。

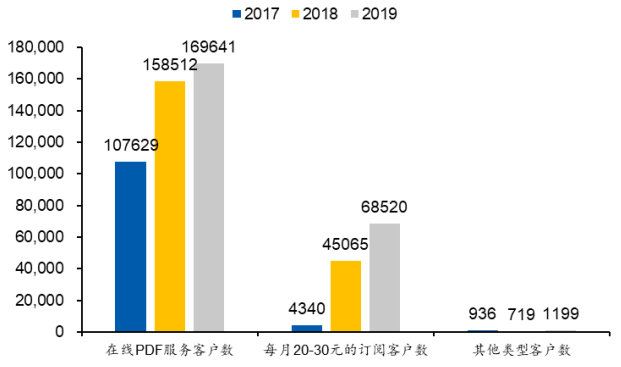
差异化定价，薄利多销快速拓展国内市场。自 2017 年设立福昕网络后，福昕软件加强了对中国区域个人用户市场的布局，在中国推出了按件计价单价仅几元的在线 PDF 转换、翻译等服务，2019 年在线 PDF 服务实现收入 751.06 万元，同比增长 119%。福昕软件采用区域差异化定价，在中国区域推出了每个月 20-30 元的低价订阅服务，大幅度提升了中国大陆的客户数量，由 2017 年的 4340 名用户提升至 2019 年的 6.85 万用户，对应的收入由 35.06 万元提升至 699.71 万元。2017-2019 年，中国区的收入分别为 1149.32 万元、2016.24 万元和 3093.86 万元，平均增速达到了 64.44%。

图 42：中国区收入结构（单位：万元）



数据来源：东北证券，Wind

图 43：中国区客户结构（单位：万元）



数据来源：东北证券，Wind

国内可提供的个人版软件产品分为：移动特权包、编辑特权包和福昕会员。相比于福昕会员，编辑特权包缺少“PDF 转 Word”这一功能，移动特权包缺少“PC 编辑特权”和“PC 转换特权”。此外，购买编辑特权包和福昕会员，一个账号可支持 3 台电脑使用。

图 44：中国区个人版会员定价标准

	移动特权包（元）	编辑特权包（元）	福昕会员（元）
1月	48	——	79
1年	68	198	238
2年	128	396	430
3年	178	594	595

特权-高级功能	移动特权包	福昕会员VIP
PDF转换应用	✓	✓
转为PDF格式	✓	✓
PC编辑特权	✗	✓
PC转换特权	✗	✓
收藏快捷工具	✓	✓
PDF内容编辑	✓	✓
PDF新建拆分	✓	✓
PDF页面管理	✓	✓
PDF压缩加密	✓	✓
PDF页面提取	✓	✓
固定注释内容	✓	✓
敏感内容加密	✓	✓
纯净无广告	✓	✓

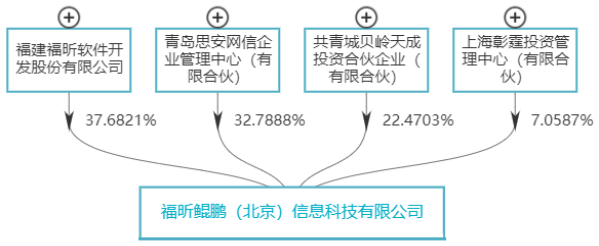
数据来源：东北证券，公司官网

4.3.2. 持有 OFD 厂商福昕鲲鹏 37.68%股权值得关注

创新可信领域推广 OFD 版式标准，福昕鲲鹏位于主流厂商地位。OFD 标准是我国自主推出的版式文件标准，于 2016 年 10 月 14 日正式发布，于 2017 年 5 月 1 日正式实施。OFD 标准的推出，有助于实现电子文件格式创新可信的国家战略，也有助于国内自主版式产业的发展，相比于 PDF 格式，OFD 在可编程性、3D、函数等方面尚有欠缺，但作为电子文件基础标准之一，OFD 具有完全自主知识产权，针对国内特性化的应用需求提供了特色化功能，比如电子公文语义导览及与 OA 集成使用功能，同时支持第三方电子签章系统，提供电子签章、验章事务等。此外，在流式转版时，生成的 OFD 文件基本小于 PDF 文件，使 OFD 文件具备体积小巧，节约存储空间，便于网络传输的优势。版式市场的主要参与者为福昕软件、数科网维、书生电子和点聚信息等，其中以福昕鲲鹏和数科网维为两大主要厂商占据较大的市场份额。

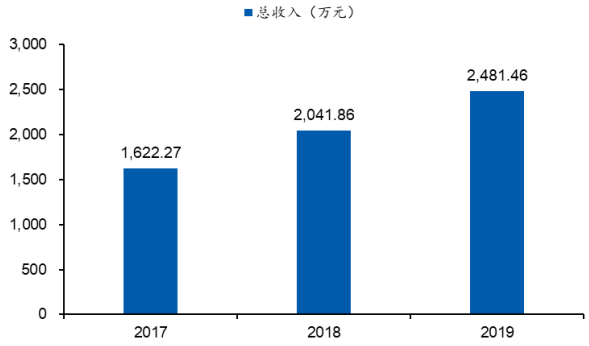
福昕软件持有福昕鲲鹏 37.68%股权，产品互为支持。福昕鲲鹏旗下产品“福昕 OFD 版式办公套件”与福昕软件 PDF 阅读器是在同一底层技术架构上进行自主研发，实现了双方产品对国家版式标准 OFD 与国际 PDF 标准的互为支持。福昕鲲鹏是中国国家版式文档标准 OFD 的创始成员和核心成员之一，“福昕 OFD 版式办公套件”于 2019 年成为网信事业（数字政府）创新驱动示范产品。2017-2019 年，福昕鲲鹏分别实现营业收入 1622.27 万元、2041.86 万元和 2481.46 万元，陆续参与了几十个省级、地市级党政机关单位的电子公文、电子证照、电子发票以及电子档案项目。

图 45：福昕鲲鹏股权结构图



数据来源：东北证券，Wind

图 46：福昕鲲鹏收入情况



数据来源：东北证券，Wind

受益于创新可信行业稳步推进，版式软件市场空间广阔。以党政领域为例，根据人社部发布的《2016 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》显示，截至 2016 年底，全国共有公务员 719 万人，假设目前公务员人数为 700 万人，其中 90%将配备国产 OFD 软件，及对应 630 万套 OFD 软件。根据正版软件采购网的价格，在 Windows 系统下，福昕版式软件价格 700 元/套左右，数科产品为 545 元/套左右；在 Linux 系统下，两者价格相差不大（福昕为 648 元/套，数科为 668 元/套）。考虑到在具体项目中给予一定折扣，我们假设平均每套价格为 400 元/套，则对应党政领域的版式软件市场空间约 25 亿元。此外，我们预计金融、电信、能源、教育等关键行业事业单位和央企国企出于安全需求及相关政策要求，对版式软件也具有采购需求，版式软件的整体市场空间广阔。

图 47：政府采购版式软件价格

数据来源：东北证券，中央国家机关政府采购中心

福昕鲲鹏业绩弹性可期，预将为福昕软件贡献可观的投资收益。福昕鲲鹏是版式软件的主流厂商，我们预计 2020 年，OFD 软件在创新可信领域的出货量有望达到 150

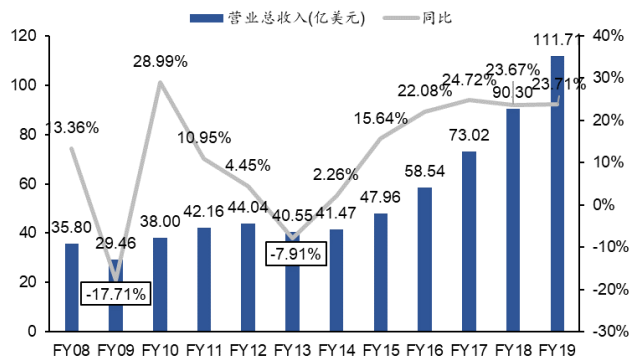
万套，市场规模达到 6 亿元，预计福昕鲲鹏占有 40%的市场份额，预计实现 2.4 亿元收入和 0.72 亿元净利润（预计 30%净利率），福昕软件持有福昕鲲鹏 37.68%股权，未将其并表，将确认 0.28 亿元的投资收益。后续随着关键行业陆续采购 OFD 软件，整体 OFD 市场规模将显著增长，而版式软件具有产品型的商业模式，边际成本较低，随着收入体量的提升将呈现显著规模效应，净利率存在提升空间，预计福昕鲲鹏业绩弹性可期。

4.4. 参考 Adobe 转型之路，公司云化转型前景可期

云计算变革商业模式，提升客户生命周期总价值。云计算最重要的特性是按需租赁、弹性交付，商业模式上最直观的转变是推动企业由过去的项目型向服务型转变，摆脱了传统项目制下的周期性束缚，稳定的年费模式为企业带来的是持续增长的现金流。此外，云化以小步快跑的方式增加云化产品种类和服务，提升客户生命周期总价值，在传统授权模式下，收入=增量客户*新购单价+存量客户*升级率*升级单价，增长驱动主要来自于有刚需的增量市场，存量市场由于大版本更新较慢贡献收入相对有限；而在云化模式下，收入=存量*续费率*年费+增量*新购单价，由于云化版本的软件更新速度更快，一方面显著激活存量市场，带来持续续费以及购买新产品和服务的需求，从而拓宽行业市场空间，提升单客户生命周期价值；另一方面产品快速迭代的同时更加关注用户体验，显著增加用户粘性，给公司带来持续稳定的收入和现金流。对于小微企业来说，云化带来最直观的变化是付费门槛大大降低且灵活部署；对于大型客户来说，云化带来数据打通以实现内部数据价值最大化。在 PDF 领域，越来越多的文档将通过互联网交换并保存，用户的文档云管理需求日益明显。

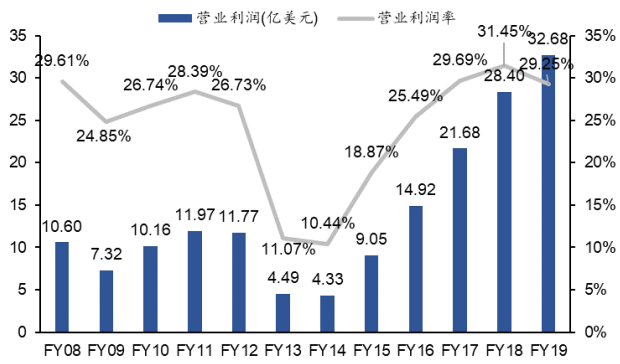
Adobe 转云初期财务数据短期承压，后续显著改善。以 Adobe 云化转型为例，在 2011 年 10 月的 Adobe MAX 用户大会上，Adobe 发布了 Adobe Creative Cloud，推出订阅模式；2013 年 5 月，Adobe 宣布将全力推动产品云化转型。转型初期公司经历阵痛，财务数据短期承压但在转型过程中显著改善。2013 财年，公司实现总收入 40.55 亿美元，同比下滑 7.91%；净利润为 2.90 亿美元，同比下滑 65.18%；经营性现金流为 11.52 亿美元，同比下滑 23.20%；但 2013 年公司股价仍增长 63.63%，体现出市场对公司转型战略的认可。公司在 2012 年年报中也明确提出，业务模式的转变在短期内将降低公司收入和现金流，长期来看公司将通过保持用户基础，不断吸引新用户以及提高单用户平均收入，提高长期收入增长率。

图 48：Adobe 营业总收入及同比



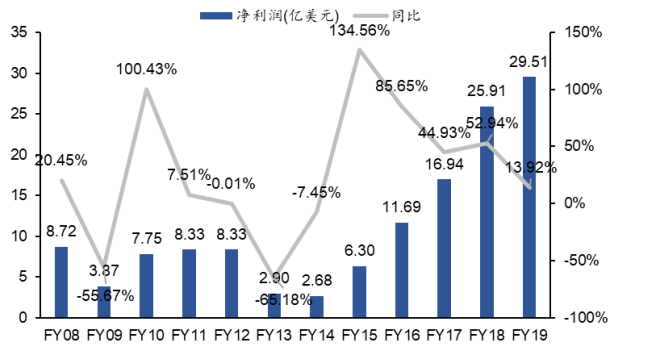
数据来源：东北证券，Wind

图 49：Adobe 营业利润及营业利润率



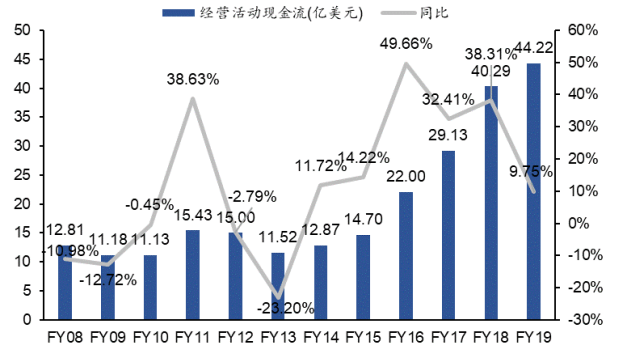
数据来源：东北证券，Wind

图 50：Adobe 净利润及同比



数据来源：东北证券，Wind

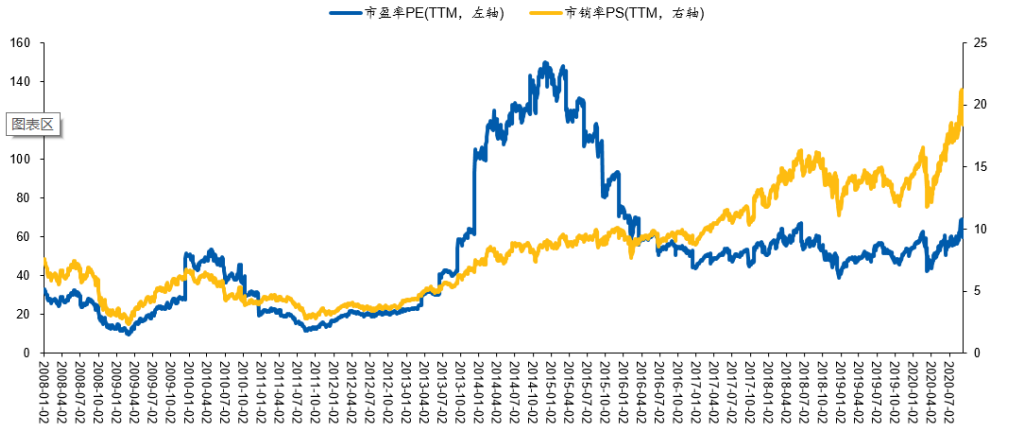
图 51：Adobe 经营性活动现金流及同比



数据来源：东北证券，Wind

转型前后估值中枢显著提升，估值逻辑由 PE 向 PS 切换。云计算对于全球科技公司的改变是颠覆性的，资本市场给予云的预期和估值溢价也尤为突出，各行业的科技巨头在转型前后的估值中枢均有显著提升，Adobe 转型前后 PS 估值中枢由 4 倍提升至 18 倍。公司转型初期，订阅业务收入占比较小，市场按照传统 PE 估值，由于商业模式的转换影响短期利润以及转型的风险，公司 PE 估值承压；2013 年以来，公司转型模式得到市场认可，估值逻辑由 PE 向 PS 切换，订阅业务收入占比迅速提升至接近九成，且净利率水平迅速增长，PS 估值在双因素作用下提升显著。截至 2020 年 9 月 9 日，公司的 PS（TTM）为 19 倍。

图 52：Adobe PE（TTM）与 PS（TTM）



数据来源：东北证券，Wind

参考 Adobe 转型之路，福昕推进云转型前景可期。目前，福昕软件尚处于转型初期，但已经初步具备“云”技术基础，如首创互联 PDF 技术，实现了在线文档管理、文档协作等云运用，以及成立云服务开发组和 DevOps 团队等。此外，**公司拟募集 4.1 亿资金，重点投向产品研发升级与云化。**公司募投项目包括：应用软件开发(PDF 产品研发及升级项目、文档智能云服务项目、前沿文档技术研发项目)、全球营销服务网络及配套建设项目，拟使用募集资金共计 4.1 亿元。其中，**PDF 产品研发及升级项目投资 1.7 亿元，**拟升级优化现有产品，并打造 PhantomPDF 企业版，增加文档云服务订阅和集成功能，提供企业管理控制台，以满足政府部门和大中型企业级用户的特定需要。**文档智能云服务项目投资 1.5 亿元，**重点提供文档智能、文档安

全保护等云增值服务模块，为用户提供多种订阅服务的选择，促进公司实现从软件授权业务向 SaaS 服务转型。

表 11：募投项目情况

序号	项目名称	投资额度（万元）	募集资金（万元）	建设期
1	PDF 产品研发及升级项目	17132.04	17132.04	36 个月
2	文档智能云服务项目	15276.41	15276.41	36 个月
3	前沿文档技术研发项目	3141.45	3141.45	33 个月
4	全球营销服务网络及配套建设项目	5186.53	5186.53	36 个月
	合计	40736.42	40736.42	

数据来源：东北证券，公司公告

5. 盈利预测与估值

预计 2020-2022 年，公司收入为 5.36/7.55/10.29 亿元，归母净利润为 1.49/2.36/3.40 亿元。公司主要收入来源为 PDF 编辑器与阅读器业务，预计 2020-2022 年，PDF 编辑器与阅读器业务收入为 4.42/6.49/9.09 亿元，同比增长 54.40%/46.74%/40.13%；开发平台与工具收入为 0.41/0.43/0.45 亿元，同比增长均为 5%；企业文档自动化解决方案收入为 0.38/0.44/0.50 亿元，同比增长均为 15%。预计 2020-2022 年，公司总收入为 5.36/7.55/10.29 亿元，同比增长 45.31%/40.80%/36.27%；归母净利润为 1.49/2.36/3.40 亿元，同比增长 101.29%/58.31%/43.95%。

表 12：福昕软件盈利预测表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
1、PDF 编辑器与阅读器收入/亿元	1.84	2.86	4.42	6.49	9.09
YOY	41.76%	55.56%	54.40%	46.74%	40.13%
1）永久授权收入/亿元	1.63	2.47	3.73	5.36	7.38
YOY	34.54%	50.96%	51.07%	43.67%	37.86%
2）订阅收入/亿元	0.18	0.36	0.65	1.08	1.65
YoY	213.04%	100.00%	82.20%	66.73%	52.65%
3）PDF 阅读器及插件收入/亿元	0.03	0.04	0.04	0.05	0.05
YoY	4.22%	40.65%	10.25%	10.25%	10.25%
2、开发平台与工具收入/亿元	0.56	0.39	0.41	0.43	0.45
YOY	-3.25%	-30.70%	5.00%	5.00%	5.00%
3、企业文档自动化解决方案收入/亿元	0.33	0.33	0.38	0.44	0.50
YOY	26.92%	0.00%	15.00%	15.00%	15.00%
4、PDF 工具及在线服务	0.07	0.11	0.15	0.19	0.24
YOY	16.67%	57.14%	35.00%	30.00%	25.00%
总收入/亿元	2.81	3.69	5.36	7.55	10.29
YOY	27.30%	31.35%	45.31%	40.80%	36.27%
毛利（亿元）	2.62	3.50	5.10	7.20	9.83
毛利率	93.39%	94.82%	95.09%	95.35%	95.54%
归母净利润（亿元）	0.38	0.74	1.49	2.36	3.40

YOY	49.89%	92.62%	101.29%	58.31%	43.95%

数据来源：东北证券，Wind

给予公司 2021 年 85x 目标 P/E，对应 200.6 亿目标市值，目标价 416.70 元。我们选择 Adobe、万兴科技、金山办公和广联达作为可比公司，2021 年其 PE 均值为 87.2 倍，给予福昕软件 2021 年 85x 目标 P/E，对应目标市值 200.6 亿元，目标价格 416.70 元，对应 2021 年 26.6x 目标 P/S，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 13：可比公司估值表

	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Adobe	16,136.8	276.7	335.3	411.2	58.3	48.1	39.2
万兴科技	92.9	1.3	1.7	2.2	72.9	55.2	41.7
金山办公	1,451.1	7.8	11.8	16.4	186.6	122.7	88.7
广联达	835.0	4.3	6.8	9.1	192.9	122.9	92.2
					127.7	87.2	65.5

数据来源：东北证券，Wind（总市值按照 9 月 8 日收盘价计算）

6. 风险提示

疫情影响用户采购；市场竞争加剧；云化进度不及预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	116	267	539	919
交易性金融资产	41	41	41	41
应收款项	44	82	110	147
存货	0	0	0	0
其他流动资产	31	38	47	56
流动资产合计	**232**	**428**	**736**	**1,163**
可供出售金融资产				
长期投资净额	33	33	33	33
固定资产	45	48	50	52
无形资产	26	24	22	20
商誉	79	77	75	73
非流动资产合计	**232**	**232**	**230**	**228**
资产总计	**464**	**660**	**966**	**1,391**
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1	2	3	3
预收款项	63	85	122	167
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	**121**	**164**	**230**	**310**
长期借款	5	5	5	5
其他长期负债	6	6	6	6
长期负债合计	**11**	**11**	**11**	**11**
负债合计	**132**	**175**	**241**	**321**
归属于母公司股东权益合计	328	477	713	1,053
少数股东权益	5	8	11	17
负债和股东权益总计	**464**	**660**	**966**	**1,391**

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**369**	**536**	**755**	**1,029**
营业成本	19	26	35	46
营业税金及附加	1	2	3	4
资产减值损失	-5	-4	-5	-5
销售费用	147	204	272	360
管理费用	63	86	113	144
财务费用	4	5	6	8
公允价值变动净收益	-1	0	0	0
投资净收益	3	29	49	65
营业利润	**81**	**167**	**266**	**385**
营业外收支净额	7	10	13	17
利润总额	**88**	**176**	**279**	**402**
所得税	13	25	39	56
净利润	75	152	240	346
归属于母公司净利润	**74**	**149**	**236**	**340**
少数股东损益	1	2	4	6

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	**75**	**152**	**240**	**346**
资产减值准备	7	4	5	5
折旧及摊销	9	9	9	9
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-3	-29	-49	-65
运营资本变动	27	-3	27	29
其他	-2	-12	-16	-21
经营活动净现金流量	**114**	**119**	**216**	**302**
投资活动净现金流量	**-70**	**31**	**57**	**78**
融资活动净现金流量	**-19**	**0**	**0**	**0**
企业自由现金流	**39**	**130**	**174**	**265**

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益（元）	1.54	3.10	4.91	7.06
每股净资产（元）	6.81	9.91	14.81	21.88
每股经营性现金流量（元）	2.37	2.48	4.49	6.28
成长性指标				
营业收入增长率	31.4%	45.3%	40.8%	36.3%
净利润增长率	92.6%	101.3%	58.3%	43.9%
盈利能力指标				
毛利率	94.8%	95.1%	95.4%	95.5%
净利润率	20.1%	27.8%	31.3%	33.1%
运营效率指标				
应收账款周转率（次）	43.62	55.57	53.00	52.29
存货周转率（次）	0.00	0.25	0.21	0.19
偿债能力指标				
资产负债率	28.3%	26.6%	25.0%	23.1%
流动比率	1.93	2.61	3.20	3.75
速动比率	1.81	2.51	3.10	3.66
费用率指标				
销售费用率	39.9%	38.0%	36.0%	35.0%
管理费用率	17.1%	16.0%	15.0%	14.0%
财务费用率	1.1%	0.9%	0.9%	0.8%
分红指标				
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E（倍）	0.00	100.01	63.17	43.89
P/B（倍）	0.00	31.30	20.93	14.17
P/S（倍）	0.00	20.87	14.82	10.88
净资产收益率	22.6%	31.3%	33.1%	32.3%

资料来源：东北证券

分析师简介:

赵伟博：中国人民大学金融学硕士，中国人民大学经济学本科，现任东北证券计算机组分析师。曾任华泰证券公用事业环保研究员，2018年以来具有2年证券研究从业经历。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏（副总监）	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航（总监）	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇（副总监）	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵（总监）	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。